

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

LAYZIANE SOUZA SILVA

**UMA ANÁLISE SOBRE O CONSELHO FISCAL: ATIVISMO E MONITORAMENTO
NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

VITÓRIA

2017

Prof. Dr. Reinaldo Centoducatte

Reitor da Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Rogerio Naques Faleiros

Diretor do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas

Prof. Emanuel Junqueira

Chefe do Departamento de Contabilidade

LAYZIANE SOUZA SILVA

**UMA ANÁLISE SOBRE O CONSELHO FISCAL: ATIVISMO E MONITORAMENTO
NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Dissertação de mestrado apresentada junto à
Universidade Federal do Espírito Santo para
obtenção do título de mestre em contabilidade.

Área de concentração: Contabilidade e
Finanças

Orientadora: Profa. Dra. Patrícia Maria Bortolon

VITÓRIA

2017

Modelo de ficha catalográfica fornecido pelo Sistema Integrado de
Bibliotecas da Ufes para ser confeccionada pelo autor

S586a Silva, Layziane Souza, 1990-
Uma análise sobre o conselho fiscal: o ativismo e
monitoramento nas empresas de capital aberto no Brasil /
Layziane Souza Silva. - 2017.
74 f. : il.

Orientadora: Patricia Maria Bortolon.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Conselho Fiscal. 2. Monitoramento. 3. Ativismo. I.
Bortolon, Patricia Maria. II. Universidade Federal do Espírito
Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

LAYZIANE SOUZA SILVA

**“UMA ANÁLISE SOBRE O CONSELHO FISCAL: ATIVISMO E MONITORAMENTO NAS
EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL”**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

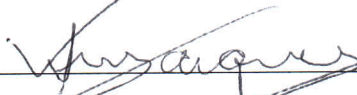
Vitória, 27 de dezembro de 2017.

COMISSÃO EXAMINADORA



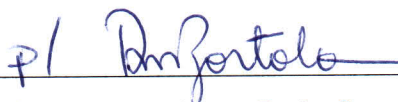
Profª. Drª. Patrícia Maria Bortolon

Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Vagner Antônio Marques

Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Lucas Ayres B. de Campos Barros

Universidade de São Paulo

**Ao meu avô e minha mãe, que mesmo não estando mais entre nós, sempre serão
minha maior motivação.**

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente ao meu avô e minha mãe, que sempre me incentivaram a estudar e que mesmo eles tendo partido, me deixaram os melhores ensinamentos que eu poderia ter.

Agradeço a minha família, ao meu pai que sempre acreditou em mim, aos meus segundos pais (Sergio e Marisa) que sempre estão ao meu lado, a minha sobrinha que muitas vezes teve que entender minha ausência, a minha irmã que aguentou comigo os momentos difíceis que passamos no decorrer do mestrado e a minha prima Camila, que é minha “parceira”.

Aos colegas do curso, que, com as infinitas discussões tornaram possível a realização desta pesquisa.

Agradeço a Dr. Prof. Patricia, que me ajudou bastante para eu conseguisse chegar até este momento, sem ela com certeza teria muito mais difícil.

Agradeço também pelo apoio dado pela CAPES pela bolsa fornecida durante o curso.

RESUMO

Silva, Layziane Souza. Uma análise sobre o conselho fiscal: efeito do monitoramento sobre empresas de capital aberto no Brasil. 2017. Dissertação de mestrado – Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2017.

Os estudos sobre o ativismo têm crescido na última década, principalmente em países anglo-saxões. O ativismo é definido por Gillan e Starks (2007) como uma tentativa de os acionistas minoritários provocarem alterações na empresa sem que haja uma mudança de controle. No Brasil ainda existem poucos estudos sobre o tema, assim também são raros os estudos sobre o conselho fiscal. Este estudo trata o pedido de instalação do conselho fiscal nas empresas brasileiras de capital aberto como uma iniciativa ativista. O objetivo é verificar quais os determinantes para essa solicitação, com ênfase para *proxies* de monitoramento. A amostra utilizada foi composta por empresas brasileiras, listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), com liquidez anual superior a 0,001, no período de 2010, 2012, 2014 e 2016. Os dados foram coletados na base de dados Comdinheiro e nas atas das Assembleias Gerais Ordinárias das empresas, disponíveis no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou BM&FBovespa. Para o alcance do objetivo, formulou-se um índice de monitoramento com sete questões envolvendo temas como estrutura de propriedade, independência e tamanho do conselho e cobertura de analistas. A metodologia adotada compreendeu análises descritivas, testes univariados e regressões logísticas. Como resultados importantes encontrados, evidenciou-se que o número de empresas que foram alvo de solicitação do conselho fiscal, que não foram alvo de solicitação e que possuem conselho fiscal permanente, se assemelham nos números. A hipótese central do trabalho, não pode ser comprovada através do índice de monitoramento, porém através de seus componentes foi possível observar que algumas características do monitoramento são relevantes. Ser acompanhada por pelo menos três analistas de mercado influencia negativamente as chances de solicitação de instalação do conselho fiscal. Para as chances de haver conselho fiscal permanente também influenciam negativamente a existência de um acionista controlador e o tamanho do conselho adequado. As variáveis de controle observadas mostraram que um maior endividamento e menor Market-to-book aumentam as chances de solicitação de conselho fiscal. Para a adoção do conselho permanente o tamanho e o Market-to-book influenciam positivamente. De forma geral a adoção do conselho fiscal, seja na forma permanente ou temporária, relaciona-se com uma necessidade de um maior monitoramento por parte dos acionistas

Palavras-chave: Ativismo; Conselho Fiscal; Monitoramento.

Abstract

Silva, Layziane Souza. Uma análise sobre o conselho fiscal: efeito do monitoramento sobre empresas de capital aberto no Brasil. 2017. Dissertação de mestrado – Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2017.

Activism research have grown in the last decade, especially in Anglo-Saxon countries. Gillan and Starks (2007) define activism as an attempt of minority shareholders to bring changes in the company without a control change. In Brazil there are few studies on the subject and there are rare studies on the fiscal board. This study addresses the request for the establishment of the fiscal board in Brazilian publicly traded companies as an activist initiative. The goal is to examine the determinants of this request, with emphasis on proxies of monitoring. The sample used was composed by Brazilian companies listed on the São Paulo Stock Exchange (BM & FBovespa), with annual liquidity above 0.001, in the period of 2010, 2012, 2014 and 2016. Data were collected at the base of Comdinheiro dataset and in Ordinary General Meetings of the companies, available on the website of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) or BM&FBovespa. To achieve the objective, a monitoring index was formulated with seven questions involving topics such as ownership structure, independence and size of the board and coverage of analysts. The methodology adopted included descriptive analyzes, univariate tests and logistic regressions. As important results found, it was evidenced that the number of companies that were requested by the fiscal board, which were not requested and have a permanent fiscal board are similar in numbers. The central hypothesis of this work, cannot be proven through the monitoring index, but through its components it was possible to observe that some characteristics of the monitoring are relevant. Being accompanied by at least three market analysts negatively influences the chances of requesting the installation of the fiscal council. For the chances of having permanent fiscal council also negatively influence the existence of a controlling shareholder and the size of the appropriate board. The observed control variables showed that a higher indebtedness and a lower Market-to-book increase the chances of requesting a fiscal council. For the adoption of permanent advice size and Market-to-book influence positively. In general, the adoption of the fiscal council, whether on a permanent or temporary basis, is related to a need for greater monitoring by the shareholders

Keywords: Activism; Board Fiscal; Monitoring.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – *American Depositary Receipt*

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CalPERS - California Public Employees' Retirement System

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

USA – United Shareholders Association

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - O problema de agência dos gestores e governança corporativa	23
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Componentes do índice de monitoramento.....	40
Tabela 2 - Descrição das Variáveis	46
Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis independentes quantitativas	50
Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis independentes qualitativas	51
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis dependentes	51
Tabela 6 - Tabela de correção entre as variáveis quantitativas	51
Tabela 7 - Tabela de correlação entre as variáveis quantitativas e qualitativas.....	52
Tabela 8 - Tabela de diferença de média das variáveis quantitativas	55
Tabela 9 - Tabela de diferença de média das variáveis qualitativas	57
Tabela 10 - Resultado das regressões	61

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
1.1	Contextualização e questão de pesquisa	13
1.2	Objetivos de pesquisa.....	15
1.3	Relevância da Pesquisa.....	17
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1	Teoria da Agência.....	19
2.2	Governança Corporativa.....	21
2.2.1	Governança Corporativa no Brasil.....	24
2.3	Monitoramento	25
2.4	Conselho Fiscal	28
2.5	Ativismo	31
2.5.1	Determinantes do pedido de instalação do conselho fiscal	33
2.6	Hipótese da Pesquisa.....	35
3	METODOLOGIA	36
3.1	População e Seleção da Amostra.....	36
3.2	Obtenção dos dados.....	38
3.3	Descrição das variáveis	38
3.4	Métodos de Análise	47
3.4.1	Estatística Descritiva.....	47
3.4.2	Análises Univariadas	47
3.4.3	Análises Multivariadas	48
4	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	49
4.1	Estatística Descritiva.....	49
4.2	Tabelas de correlação	50
4.3	Diferença de Média.....	52
4.4	Resultados das Regressões	58
5	CONCLUSÃO	62
5.1	Limitações para o trabalho e sugestões para pesquisas futuras	64
6	REFERÊNCIAS	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e questão de pesquisa

Com a evolução das organizações e do mercado, as relações de interesses e conflitos se diferiram daquelas encontradas na teoria econômica clássica para a qual a teoria da firma foi desenvolvida, como bem retrata JENSEN e MECKLING (1976). Em tal teoria, as empresas eram dirigidas apenas por uma pessoa, que era o administrador e havia apenas um indivíduo que era detentor do capital (BERLE e MEANS 1932).

Em países que possuem estrutura de controle concentrado, como acontece no Brasil, a natureza do conflito de agência que predomina se dá entre os acionistas majoritários (controladores) e minoritários. A concentração acionária aparece como forma de substituir a problemática proteção acionária que existe em alguns países, como afirma La Porta *et al.* (2002). Quanto maior o nível de concentração de propriedade, maior será o incentivo ao controle e à participação direta na gestão da empresa por parte dos acionistas (SILVEIRA, 2002; LA PORTA *et al.* 2002, VALADARES e LEAL 2000).

De acordo com ALDRIGHI e MAZZER NETO (2005), a concentração de propriedade leva a um dos principais problemas de agência em países em desenvolvimento, assim também como na Europa continental, que é a potencial expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores. Nesses países, os acionistas minoritários podem se sentir incentivados a um maior monitoramento, seja através da participação em conselhos de administração ou de órgãos de fiscalização como o conselho fiscal.

No Brasil, tanto a presença do Conselho de Administração como seus comitês e o Conselho Fiscal, possuem funções que buscam diminuir a assimetria informacional, aumentar a qualidade da informação que é divulgada e proporcionar um melhor monitoramento por parte dos investidores. Com uma menor assimetria informacional, o conflito de agência tende a diminuir (BAIOCO, 2015; JENSEN, 1993).

O conselho de administração é visto como o órgão que se responsabiliza pela decisão em nome dos proprietários. Dentre suas funções e atividades, está

o monitoramento das decisões e supervisão da gestão, com contratação, demissão e a definição da remuneração dos executivos (ANDRADE *et al.*, 2009).

O conselho fiscal, é um mecanismo interno de governança corporativa, usado para diminuir o conflito de agência, já que o mesmo possui representação dos minoritários. Tal conselho, é responsável pela fiscalização dos atos administrativos, assim como o conselho de administração, porém é o único eleito pela assembleia com a função de emitir opinião em relação aos demonstrativos financeiros que foram examinados pelo auditor. Assim, o órgão é essencial para o monitoramento e para manter os acionistas informados (TRAPP, 2004).

Segundo o art. 163 da Lei das Sociedades Anônimas, compete ao conselho fiscal, dentre outras atribuições, fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários. No Conselho Fiscal, os minoritários têm direito a escolher 1 membro e seu respectivo suplente para o órgão. Outro ponto relevante, é que quando o conselho fiscal está instalado, os minoritários passam a possuir maior influência sobre a propriedade dos números divulgados pela empresa, por possuir entre seus membros um representante (BRUGNI, 2016).

Devido aos problemas de agência, tanto em mercados com base acionária dispersa como em concentrada, o ativismo de acionistas vem como forma dos mesmos se engajarem e buscarem influenciar na gestão das empresas. GILLAN e STARKS (2007) em seu estudo, dizem que o ativismo de acionistas tem como objetivo aumentar o valor para os seus investimentos, com o monitoramento da gestão. Assim, o ativismo tem como característica um conjunto de alternativas possíveis de acionistas insatisfeitos se posicionarem (SCHAEFER; HERTRICH, 2013).

Com a evolução do mercado financeiro e o aumento do ativismo pelos acionistas minoritários, o tema de ativismo tem se tornado mais frequente ao longo dos anos na academia, devido a maior facilidade de identificar sua ocorrência e as características das empresas alvo. Muitos desses estudos que ocorrem em países anglo-saxões, são feitos por meio da análise de propostas de acionistas, que são previamente enviadas às assembleias. Dentre os estudos pode-se citar SMITH (1996); STRICKLAND, WILES e ZENNER (1996) e GILLAN e STARKS (2007).

Porém, os estudos sobre ativismo de acionistas em mercados que não são anglo-saxões têm se disseminado nos últimos anos. Tais países apresentam características diferentes de mercado e nestes tem-se usado diversos métodos para a análise dos eventos de ativismo. Entre esses estão os que possuem o objetivo de identificar as características das empresas que são alvo de ativismo, dentre eles pode-se citar JUDGE; GAUR e MULLER-KAHLE (2010); POULSEN; STRAND e THOMSEN (2010) e SCHAEFER e HERTRICH (2013).

No Brasil, ainda não se encontra muitas pesquisas sobre tal tema, os estudos sobre o tema no país geralmente são voltados ao ativismo de investidores institucionais, como PUNSUVO; KAYO e BARROS (2007). Em seu estudo, VARGAS (2013) verificou que o pedido de instalação de conselho fiscal tem sido uma forma de ativismo. Com isso, a questão que rege este estudo é: **Quais são os determinantes da solicitação da instalação do conselho fiscal nas empresas brasileiras de capital aberto com ações listadas na BM&Fvespa?** Como determinantes, entende-se as variáveis que exercem alguma influência, negativa ou positiva, sobre a probabilidade de ocorrer esse tipo de ativismo de acionistas.

Com isso, esse estudo tem como objetivo contribuir de forma empírica sobre o tema ativismo que está em voga no mercado acionário brasileiro, porém, ainda com poucos resultados. O mercado brasileiro, com características e sistema legal diferente dos países anglo saxões, traz uma oportunidade diferente de investigação. Além disso, observar um órgão como o conselho fiscal, característico do cenário brasileiro, onde a representação dos minoritários é assegurada, pode significar um ambiente novo de investigação.

1.2 Objetivos da pesquisa

Um sistema de governança eficiente, é aquele que consegue de melhor forma combinar os mecanismos internos e externos, com o objetivo de que os acionistas possam ter seus interesses assegurados a longo prazo (SILVEIRA, 2004). Os estudos referentes a governança corporativa aumentaram após a década de 1990. No Brasil o tema se tornou mais relevante devido às

privatizações, assim também como a entrada de investidores internacionais. Com isso fez-se necessário que novas práticas de governança fossem adotadas e estudar tal tema no país se tornou algo relevante (SILVA; LEAL, 2005b).

O ativismo, é considerado um mecanismo fundamental de governança corporativa, devido ao monitoramento que os acionistas exercem nas organizações e na participação destes nas assembleias (ELST, 2011). De acordo com GILLAN e STARKS (2007), com o crescimento do ativismo, este se tornou uma importante característica dos mercados financeiros, porque o mesmo busca melhorar a forma com que as empresas são geridas.

Assim, o objetivo geral desse estudo, consiste em identificar os determinantes para a solicitação da instalação do conselho fiscal nas empresas abertas brasileiras, que se entende como uma forma de ativismo.

Os seguintes objetivos específicos se fazem necessário para se atingir o objetivo geral:

1. Verificar quais das empresas analisadas foram alvo da solicitação de instalação do conselho fiscal;
2. Verificar empresas semelhantes às anteriores e que não foram alvo de instalação de conselho fiscal;
3. Identificar as características econômico-financeiras, de governança e de estrutura de propriedade que diferenciem empresas que são alvo de solicitação de instalação de CF das que não são alvo;
4. Analisar, através de regressões LOGIT, que variáveis influenciam positiva e negativamente as chances de uma empresa ser alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal.

1.3 Relevância da pesquisa

A maioria dos estudos sobre o ativismo de acionistas ainda ocorrem em países anglo-saxões, devido a um ambiente mais favorável a este tipo de pesquisa. De acordo com POULSEN; STRAND e THOMSEN (2010), o ativismo fora dos Estados Unidos e do Reino Unido ainda é pouco conhecido. SCHAEFER e HERTRICH (2013), em seu estudo relataram que o fenômeno do

ativismo mesmo sendo mais antigo no mercado norte-americano, ainda é recente em países europeus, com exceção do Reino Unido. Ativismo esse que é entendido como uma tentativa por parte dos acionistas em provocar alterações na empresa sem alterar sua estrutura de controle (GILLAN; STARKS, 2007).

Nos últimos anos outros mercados têm sido estudados, como a Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Japão e Suécia. No Brasil ainda são poucos os trabalhos que tem como tema o ativismo. O ativismo de acionistas no mercado brasileiro, acontece principalmente devido aos conflitos de agência entre majoritários e minoritários, que surgiu com a forte concentração das ações com direitos a votos e pela influência que os acionistas majoritários possuem na gestão da empresa (VALADARES; LEAL, 2000).

MARQUES; PEIXOTO (2015), que estudaram as empresas brasileiras não-financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos de 2004 a 2012, avaliaram em que medida a estrutura de propriedade afeta o risco e o valor das empresas. Tais autores concluíram que quando são analisados os três maiores acionistas, a posse das ações com direito a voto chega a cerca de 71,74%, o capital votante detido pelo maior acionista, fica em torno de 48,5%. O que demonstra a concentração acionária no Brasil.

Com isso, esta pesquisa se torna relevante, pela possibilidade que a mesma possui em acrescentar informações à literatura do ativismo de acionistas no Brasil. Principalmente porque é um tema ainda raro nas pesquisas em países que não são anglo-saxões, que possuem um mercado com concentração de propriedade.

A presente pesquisa possui 5 seções incluindo esta introdução que contextualiza as questões abordadas nesta pesquisa, apresenta a questão de pesquisa, seus objetivos e sua relevância.

A seção 2 é a fundamentação teórica, que faz um apanhado sobre a Teoria da Agência; a Governança Corporativa, tanto no contexto geral como no Brasil; Monitoramento; Conselho Fiscal e Ativismo, com os determinantes do pedido do conselho fiscal. Além de apresentar a hipótese da pesquisa.

A seção 3 apresenta os aspectos metodológicos da pesquisa, como a base foi construída, quais são as variáveis e qual o resultado esperado para cada variável.

A seção 4 apresenta os resultados encontrados, a estatística descritiva dos mesmos e discute tais resultados.

A seção 5 conclui a pesquisa e apresenta sugestões para aprofundamento na questão além de apresentar as limitações encontradas para a realização desta pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção será apresentada a fundamentação teórica da pesquisa a qual consistirá em cinco tópicos. O primeiro apresentará conceitos sobre teoria da agência. A seguir um tópico sobre governança corporativa, incluindo uma parte sobre a governança no Brasil. Monitoramento é o terceiro tópico. O quarto tópico é sobre o conselho fiscal, que fala sobre sua importância e suas funções. E por último, o quinto tópico, traz o conceito de ativismo de acionistas e os determinantes para solicitação do conselho fiscal dentro do ativismo.

2.1 Teoria Da Agência

Enquanto a empresa é controlada por seu dono, a propriedade e o controle se mantêm centralizados em apenas uma pessoa, o proprietário. Porém a partir do momento em que a organização se desenvolve e se torna mais complexa, surge a necessidade de delegar a função de administrar para outra pessoa. Com essa separação entre controle e gestão, também mudará a forma que a empresa é gerenciada, já que os administradores não apenas tomarão decisões baseadas no interesse dos proprietários, mas também em seus próprios interesses. Essa separação faz surgir a Teoria da Agência. (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005).

Jensen e Meckling (1976) tratam da Teoria de Agência a qual possui os problemas originários da separação entre controle acionário e a gestão da empresa. O problema da teoria da agência estabelece que os gestores podem não se importar com os interesses dos acionistas e atuar conforme interesses próprios ao administrar a companhia. Então, na tentativa de reduzir ou eliminar os problemas de agência, os acionistas buscam formas de aumentar seu controle sobre as ações dos gestores e com isso incentivar que os administradores atuem ao encontro dos seus interesses (JENSEN; MECKLING, 1976).

Soma-se a isso a assimetria informacional, na qual as informações que os agentes possuem não são as mesmas disponíveis para os principais, sendo

que geralmente estes últimos possuem desvantagens. Em relação a isso, IUDICIBUS e LOPES (2004) dizem:

[...] pode-se verificar que a existência de conflitos de agência e da assimetria informacional permeia a atividade das organizações modernas de forma profunda. Não se pode ambicionar a um estudo sério das organizações modernas sem a consideração desses dois fatores, que estão intimamente ligados.

De acordo com PINDYCK e RUBINFELD (1999), a assimetria informacional, influencia no comportamento dos agentes econômicos. Com isso é possível compreender porque os agentes assinam contratos que incluem incentivos e recompensas, e também porque os acionistas precisam monitorar o comportamento dos gestores das empresas. Mishkin (2000) define a assimetria informacional como o conhecimento desigual que uma das partes possui em relação a outra parte quando ocorre uma transação. Assim resulta nos problemas de seleção adversa, problema criado pela informação assimétrica antes (*ex-ante*) que a transação ocorra, e em problemas de risco moral, este criado pela informação assimétrica após (*ex-post*) a transação ocorrida.

Com os problemas de risco moral e seleção adversa, que advém da assimetria informacional, ocorre incerteza por parte do principal, já que a informação que ele está recebendo pode não ser a mesma que o agente possui. Assim a insegurança que existe entre o principal e o agente, é o que faz com que os conflitos de agência sejam mais iminentes. Com isso surge a necessidade de se criarem mecanismos que façam com que essa relação seja mais segura. Dessa forma, estratégias serão buscadas para que haja alinhamento entre os interesses do principal e do agente (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005).

JENSEN; MECKLING (1976) definem uma relação entre agentes como um contrato em que o agente presta algum serviço para o principal. No caso, o principal tem um custo para que o agente tome decisões de acordo com seus interesses, esse custo é chamado de *custo de agência*. Os custos de agência são a soma dos gastos com o cumprimento de contratos, monitoramento do agente e custos residuais (JENSEN; MECKLING, 1976).

Este problema de agência que se vê inicialmente nos estudos de teoria da agência, se diferem dos observados em vários países que possuem concentração de propriedade (LA PORTA *et al.* 2000). LA PORTA *et al.* (2000), com uma amostra de 49 países, faz um estudo sobre proteção de acionistas, no

qual relata que a concentração de propriedade das empresas de capital aberto está negativamente relacionada à proteção dos investidores.

Quando se trata de problemas de agência, estes podem ser divididos em dois tipos, o Tipo 1 e o Tipo 2. O primeiro tipo é o conflito entre gestores e acionistas, que ocorre em países anglo-saxões, devido estes terem uma estrutura de propriedade mais pulverizada. VILLALONGA e AMIT (2006) definem o segundo problema, como o que ocorre em empresas que possuem controle concentrado ou familiar. Neste caso, ocorre incentivos para que o grande acionista exproprie os acionistas minoritários, com isso o conflito acontece entre os acionistas minoritários e majoritários.

Dentre os estudos que falam sobre a relação dos problemas de agência no Brasil, pode-se citar VALADARES; LEAL (2000) que verificam que o problema de agência no Brasil diverge dos mercados que não possuem propriedade concentrada. MARQUES; PEIXOTO (2015) investiga a relação entre estrutura de propriedade, controle e valor, desempenho e risco das empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos de 2004 e 2012. Dentre os resultados, encontrou-se uma relação negativa entre concentração do direito de voto e valor do mercado.

Com isso surge a governança corporativa, que em contexto, elabora mecanismos de monitoramento e alinhamento de interesses, que são desenvolvidos para atenuar os conflitos de agência entre os acionistas e gestores (JENSEN; MECKLING, 1976).

2.2 Governança Corporativa

A Governança Corporativa, aliada à contabilidade, é um mecanismo que faz com que reduza o risco sobre o retorno do capital investido, é um auxílio aos acionistas de que seus interesses estão sendo observados. SILVEIRA (2010) analisa a governança como um mecanismo relacionado ao processo decisório da alta gestão das empresas, entre os principais e os agentes. Já RAMOS; MARTINEZ (2008) veem a governança com um fator essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais global.

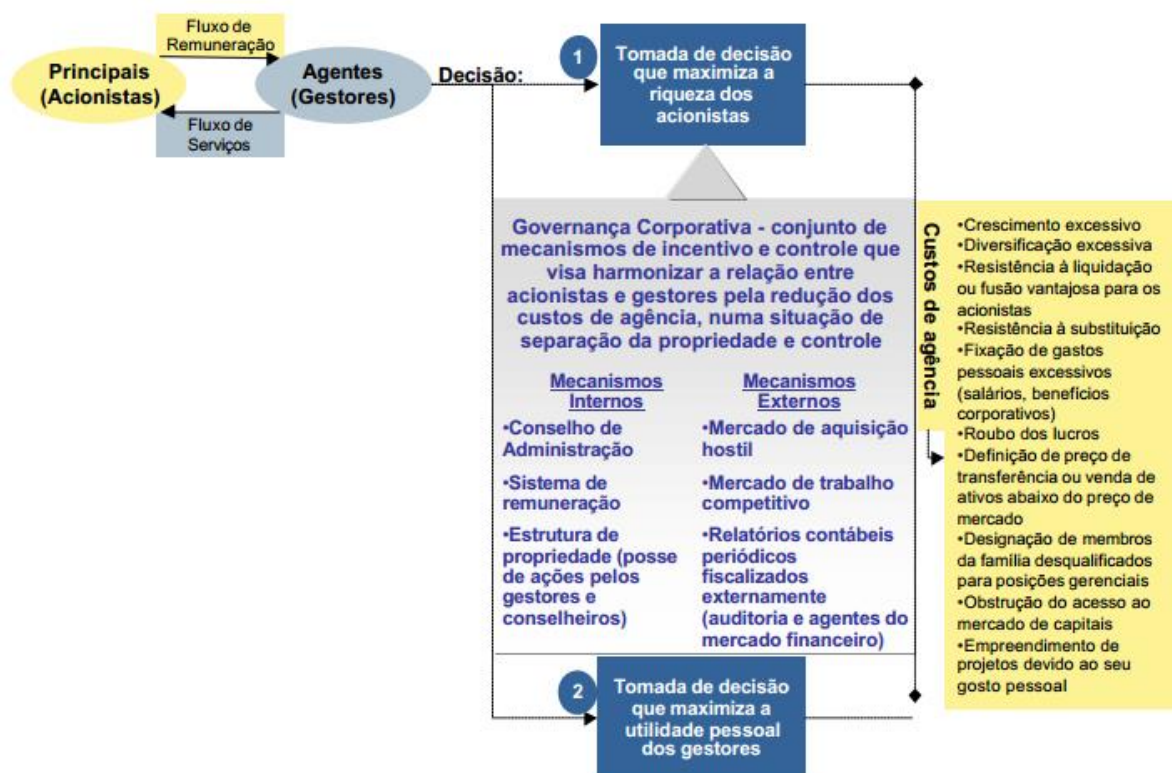
O'SULLIVAN (2001) diz que a governança corporativa se tornou um tema muito discutido em todas economias avançadas a partir da década de 1990, porque passou a ser um instrumento de aumento da eficácia na gestão das empresas. LORENZI (2011) aponta que a governança é o relacionamento entre todos agentes envolvidos dentro da organização e importa-se tanto com aspectos como transparência e ética, com assuntos mais operacionais, como composição do conselho administrativo e plano de remuneração de executivos.

A governança corporativa, de acordo com TERRA; LIMA (2006), também é uma resposta às assimetrias informacionais, que estão intrinsicamente ligadas ao processo decisório dentro das empresas. Já que a governança tem como uma das suas principais questões proteger os acionistas.

De acordo com GILLAN, STUART L. (2006) os mecanismos de Governança Corporativa, podem ser divididos em dois grupos: os internos e os externos. O primeiro é referente a elementos ligados às decisões de financiamento e investimentos tomados pelos agentes. Já os mecanismos externos são os elementos importantes para a captação de recursos pelas empresas.

A seguir uma esquematização que explica melhor os conflitos de agência e os mecanismos internos e externos da governança corporativa, além dos custos de agência já citados anteriormente:

Figura 1 – O problema de agência dos gestores e governança corporativa



Fonte: Silveira, 2002.

Conforme se vê na figura acima, espera-se que os executivos tomem decisão do tipo 1, com o objetivo de maximizar sua riqueza, no entanto, por diversas vezes o mesmo toma a decisão tipo 2, com a maximização de sua utilidade pessoal. Com isso percebe-se a importância da governança corporativa, já que ela busca diminuir esse conflito (SILVEIRA, 2002).

Dentre os estudos sobre governança corporativa mais recentes, pode-se citar NASSIFF; SOUZA (2016) que realizaram uma pesquisa bibliográfica para verificar como ocorre a governança nas empresas, para isso buscou-se os principais autores relacionados sobre esse assunto. Eles concluíram que uma boa governança faz com que haja uma boa comunicação interna e externa, além do desenvolvimento econômico e de permanentes fiscalizações.

Sobre a governança corporativa como elemento de monitoramento, pode-se citar ARRUDA; MADRUGA; JUNIOR (2008) que faz um estudo sobre estrutura de controle e gestão das firmas, baseado nas mudanças que estão ocorrendo na economia. Analisaram o papel da Governança Corporativa de monitorar relações existentes entre a administração e os acionistas. Com isso

eles demonstraram a interdependência entre a Teoria da Agência, a Governança Corporativa e a Controladoria, que estes conceitos estão ligados e que se usados em consonância, contribuem para alcançar os resultados almejados pelos proprietários.

O Brasil hoje é um caso interessante para se estudar e analisar as estruturas de governança corporativa, sendo que é uma discussão muito recente, que se deu apenas após a década de 1990 quando ocorreram privatizações, abertura da economia e a entrada de investidores estrangeiros que contribuíram para a melhoria da governança corporativa (SILVA; LEAL, 2005a).

2.2.1 Governança Corporativa no Brasil

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), foi criado na década de 1990 em um momento que o país abria sua economia para o mercado externo. O IBGC define em sua 5ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

O IBGC norteia a governança corporativa por quatro princípios:

- Transparência: a comunicação deve ser rápida; franca e espontânea;
- Equidade: todos grupos minoritários devem ter tratamento justo e igualitário;
- Prestação de Contas (*Accountability*): os agentes devem prestar conta de suas ações e responderem por todos seus atos;
- Responsabilidade Corporativa: engloba toda estratégia empresarial e o relacionamento com a comunidade.

No Brasil, a partir da década de 1990, foram tomadas medidas para se implementar boas práticas de Governança Corporativa. Em resposta a isso, a

Bovespa, no ano 2000, inseriu os níveis diferenciados de governança corporativa. Os segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (Bovespa, 2009).

De acordo com a Bovespa (2006), a premissa principal é que quando as empresas adotam as boas práticas de governança corporativa, estas passam a ter maior credibilidade no mercado de ações. Com isso, a confiança e a disposição dos investidores adquirirem suas ações aumenta, os mesmos pagam um preço mais elevado por elas e reduz o custo de captação.

A diferença entre a adesão das companhias no nível 1 ou 2 depende do grau do compromisso que esta assume, que é formalizado através de um contrato, assinado pela Bovespa, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Com a assinatura do contrato, as partes concordam em acompanhar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que contém os requisitos que as empresas de determinado nível devem assumir. Em relação ao novo mercado, a principal diferença, é que o capital social da companhia deve ser composto em sua totalidade por ações ordinárias.

Um estudo importante que marcou a governança corporativa no Brasil foi o de SILVEIRA (2002) que analisou a governança corporativa, o desempenho e o valor da empresa no Brasil. Foi analisado se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras do ano de 1998 a 2000. Conclui-se que empresas que possuem diretor e presidente do conselho distintos, são mais valorizadas; o tamanho do conselho também influencia no desempenho e a independência do conselho não apresentou relação positiva.

2.3 Monitoramento

Os arranjos de governança corporativa no Brasil se diferem dos encontrados em outros países, por ser o país um mercado com características diferenciadas quando comparado aos Estados Unidos por exemplo. No caso brasileiro, as ações são concentradas geralmente na mão de um controlador, ou

de uma família ou de um pequeno grupo de acionistas, através de acordos de acionistas (BRUGNI, 2016).

Segundo, STERNBERG; LEAL; BORTOLON (2011) os acordos de acionistas formalmente definem a relação entre seus signatários, o que pode ser por exemplo, poder de veto a um acionista ou determinar como que alguns (ou todos) os acionistas votarão em questões específicas.

SILVA; LEAL (2005a) encontraram maior incidência de acordo de acionistas quando há uma maior dispersão de direitos de controle na estrutura de propriedade. Segundo os autores 22% das empresas das 214 de sua amostra, possuem acordo de acionistas. GORGA (2009) em seu estudo, encontrou que 50% de sua amostra de 84 empresas brasileiras sem controle direto possuem acordo de acionistas. A autora ainda afirma que há fortes incentivos para que os acionistas divulguem esses acordos, uma vez que a Lei estabelece que a imputabilidade aos signatários só é assegurada quando o acordo é tornado público. Além disso, os acordos tornaram-se um dispositivo de governança corporativa importante no Brasil.

Como já citado anteriormente, um dos custos de transação é o custo de monitoramento, que ocorre na relação entre o principal e o agente. Já que os mesmos possuem divergências nas decisões que maximizem o bem-estar do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em relação aos custos de monitoramento, um exemplo é o custo com a auditoria independente. Estudos mostram que este custo é maior quando a empresa de auditoria é uma *Big Four* (Deloitte, Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers). As *Big Four* são quatro grandes empresas de auditoria, que trazem credibilidade e confiança para as contas de empresas que são auditadas por elas (ALMEIDA; ALMEIDA, 2009). CARVALHAL DA SILVA e HALLAK (2012), em um estudo que buscava identificar fatores que influenciam na determinação de gastos com auditoria e consultoria por parte das empresas brasileiras abertas, encontraram que as despesas de auditoria estão positivamente relacionadas com o tamanho da companhia, qualidade da governança e com o fato de a empresa de auditoria ser uma *Big Four*.

Os mecanismos de monitoramento são fatores importantes para a diminuição da preocupação por parte dos investidores em relação a expropriação. A legislação brasileira estabelece alguns mecanismos com o objetivo de reforçar o papel de monitoramento dos investidores. Dentre estes mecanismos voltados ao monitoramento, pode-se citar o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal (SIQUEIRA, 2011).

Com isso, é importante ressaltar o papel que o conselho de administração tem sobre o monitoramento (JENSEN; MECKLING, 1976). BRUGNI (2016) fala sobre a importância do monitoramento dos gestores, já que os mesmos possuem ferramentas importantes para o gerenciamento de resultados para maximização de sua própria utilidade. Assim, o conselho de administração deve ter como objetivo reduzir a oportunidade de haver gerenciamento de resultados e consequentemente não fazer com que a qualidade na informação seja afetada. CORMIER; LEDOUX; HOULE (2014) indicam que a governança corporativa exerce influência no gerenciamento de resultados, sugerindo que os conselhos de administração exercem poder de monitoramento das informações.

O ativismo também pode ser considerado um mecanismo de governança corporativa devido ao papel de monitoramento que o mesmo desempenha nas organizações, através por exemplo, da atuação de investidores nas assembleias dos acionistas (CZIRAKI; RENNEBOOG; SZILAGYI, 2009). ELST; CHRISTOPH (2011) afirmam que as atividades de monitoramento junto com o ativismo são componentes importantes para o debate de governança corporativa.

Segundo SCHAEFER e HERTRICH (2013), dentre o grupo de acionistas que desempenham o ativismo, os investidores institucionais são considerados os atores mais importantes. A participação desses investidores, acontece devido ao retorno sobre os investimentos compensarem seus custos de monitoramento. De acordo com GILLAN; STARKS (2007), existem evidências empíricas que comprovam o papel que os investidores institucionais possuem no monitoramento das empresas, com diferentes modos de atuação.

Um aspecto importante no Brasil é a possibilidade da instalação do Conselho Fiscal, sendo este um órgão importante para a representação dos acionistas, uma vez que é assegurado por lei a participação dos minoritários. O

órgão é essencial para o monitoramento e manter os acionistas informados (TRAPP, 2004).

2.4 Ativismo

As atividades de monitoramento e de ativismo fazem parte dos elementos que envolvem a governança corporativa. O ativismo se tornou uma forte característica dos mercados financeiros, e de acordo com GILLAN; STARKS (2007) o ativismo é em suma, uma resposta aos conflitos de agências existentes nas empresas. Seu objetivo é buscar recomendações para superar os problemas do conflito de agência, já que aponta falhas, analisa as ineficiências da governança corporativa e identifica os custos de agência (SCHAEFER; HERTRICH, 2013). Outra forma de se pensar no ativismo, é como uma resposta para o desempenho das empresas e suas atividades. SMITH (1996) afirma em sua pesquisa, que um dos fatores que determinam o ativismo é o monitoramento, com o objetivo de influenciar na gestão sem alterar a estrutura de controle das empresas que tem conflitos de agência e não procuram maximizar a riqueza do acionista.

Mesmo que o estudo sobre ativismo ainda seja mais predominante em países anglo-saxões, existem estudos como o de JUDGE; GAUR; MULLER-KAHLE (2010) em que é verificado o ativismo tanto na vertente financeira como na social em três países *common law* e três *civil law*. Foram feitas análises de notícias sobre ativismo. Dentre os resultados, encontrou-se uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o ativismo, assim como também foi encontrada uma relação negativa entre lucratividade e concentração de propriedade com o ativismo.

É importante mencionar o papel que os investidores institucionais possuem para o ativismo. Gillan e Starks (1997), em sua pesquisa sobre o ativismo de investidores institucionais, apresentaram que o mesmo é observado como uma reação ao desempenho das empresas. Isso ocorre porque o ativismo busca aumentar o valor ao acionista ao focar na gestão da empresa, com isso,

empresas que apresentam baixo desempenho tendem a ser alvo do ativismo a fim de melhorá-lo.

Na literatura o ativismo é dividido em formal e informal. O primeiro se dá através de esforços públicos, por meio de propostas apresentadas, por ações em assembleias gerais e por outras iniciativas que permitem um debate público. Já o ativismo informal, acontece nos bastidores, não visíveis ao público, através dos acionistas e gestores. O mesmo se dá através de carta escrita ou reuniões privadas com a alta gestão da empresa (SCHAEFER; HERTRICH, 2013).

O ativismo informal faz com que a medição dos resultados alcançados se torne difícil. Já que as negociações que ocorrem nos bastidores não são refletidas externamente. O que faz com que o estudo sobre o ativismo ainda enfrente desafios, já que não consegue transparecer tanto ativismo formal como o informal.

No Brasil há poucos estudos sobre o ativismo, o que se dá pela dificuldade de acesso aos dados sobre ativismo de acionistas.

Dentre os estudos brasileiros, pode citar BERNARDES e BRANDÃO (2005), no qual é pesquisado os limites potenciais de influência dos acionistas minoritários sobre o sistema de decisões estratégicas de companhias com ações em bolsa de valores. Esses limites podem fazer com que se amplie ou se reduza a influência que os acionistas minoritários têm sobre as decisões das empresas. Dentre os resultados, encontrou-se que a governança corporativa tem um papel importante para a diminuição do conflito de agência.

2.4.1 Determinantes do pedido de instalação do conselho fiscal

Estudos mostram fatores que levam as empresas a serem alvos de ativismo, STRICKLAND; WILES; ZENNER (1996) mostram que pode ser pela maior participação institucional. Já GILLAN; STARKS (2007) demonstram que fracos mecanismos de governança podem fazer com haja ativismo nas empresas. De acordo com Vargas (2013) em países anglo-saxões, o ativismo é verificado quando se analisa o resultado das votações de propostas dos acionistas em pautas das assembleias.

Pode ocorrer o ativismo por diversas fontes, a depender do tipo de acionista e do incentivo que o mesmo possui para exercer o ativismo. SCHAEFER; HERTRICH (2013) elencam um resumo de instrumentos utilizados para o ativismo:

- Direito a voto em assembleias de acionistas, que acontece devido a participação no capital da empresa;
- Diálogo com a gestão da empresa, que acontece por meio de reunião ou cartas;
- Comunicação externa, na qual o investidor vai a público demonstrar as preocupações com a empresa, o que consequentemente pode trazer em um impacto negativo para empresa;
- Resoluções de acionistas, que os mesmos apresentam resoluções e convocam assembleia geral extraordinária para vota-las;
- Comunicação dos acionistas aos reguladores;
- Grupo de investidores que se juntam para fazerem o ativismo.

SMITH (1996) examinou características da firma que levaram as empresas se tornarem alvo de ativismo e analisou os efeitos que o ativismo provoca na estrutura de governança da firma. Para isso foram usadas firmas investidas pelo CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*) que é um fundo que gerencia benefícios de pensão e saúde para mais de 1,6 milhão de funcionários públicos do estado da Califórnia, aposentados e suas famílias. Foram examinadas 51 empresas no período de 1987-1993. Foi encontrado que o tamanho da empresa, o nível de participação institucional e o desempenho nos preços das ações possuem uma relação positiva com a probabilidade de as empresas sofrerem ativismo. De acordo com o autor, o tamanho da empresa afeta se ela será alvo de ativismo.

STRICKLAND; WILES; ZENNER (1996) através da *United Shareholders Association* (USA), proveu um canal no qual os acionistas poderiam se unir e tentar influenciar a governança de grandes corporações. Os autores avaliaram o impacto da participação da USA no valor e na governança das empresas. Foram encontrados indícios que as organizações que negociaram acordos para a mudança da governança, conseguiram gerar riqueza para os acionistas. Este estudo mostra a importância do monitoramento das empresas por pequenos acionistas, e como o mesmo pode ser possível e obter sucesso.

CZIRAKI *et al* (2010) analisaram propostas de acionistas para empresas europeias e foram encontradas evidências que os patrocinadores de propostas cumprem a atividade de monitoramento, devido as propostas acontecerem em empresas que possuem baixo desempenho e alavancagem.

No Brasil pode-se citar a dissertação de VARGAS (2013) na qual o autor verifica quais são as características e determinantes do ativismo de acionistas nas empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2010 e 2012. Para isso foi elaborado um índice que buscou evidenciar o ativismo de acionistas na amostra do estudo. O índice é composto por observações nas atas das assembleias, notícias publicadas nos principais jornais de negócios do país e reclamações registradas junto à CVM. Concluiu-se que o ativismo de acionistas ocorre por meio das propostas apresentadas previamente nas atas em assembleias gerais, assim como em eventos de incorporação e fechamento de capital. Como resultado foi encontrado que a chance de uma empresa ser alvo de ativismo é afetada negativamente pelo retorno sobre o patrimônio líquido e concentração de propriedade; e positivamente pelo tamanho da empresa e tamanho do conselho de administração.

Em seu estudo VARGAS (2013) também encontrou que cerca de 40% dos acionistas pleiteiam representação no conselho de Administração e/ou Fiscal. Observou também que mais de 250 atas tiveram solicitação de instalação de um conselho fiscal durante a reunião dos acionistas e que mais de 150 representante(s) de acionistas minoritários como membro(s) do Conselho Fiscal foram eleitos nas atas das assembleias.

2.5 Conselho Fiscal

Desde os primórdios das companhias holandesas, já existia a concepção de um órgão fiscalizador. A primeira lei que torna obrigatório o Conselho Fiscal foi uma lei francesa de 1987, que foi seguida por outras legislações de outros países. Na Europa existem países como França, Espanha e Portugal, que possuem legislação sobre órgãos fiscalizadores. Já os Estados Unidos e Inglaterra só possuem fiscalização externa (TRAPP, 2004).

O conselho fiscal nos moldes que se vê no Brasil é uma instituição própria do país, cuja competência foi estipulada com a Lei 6.404/76. Sua criação se deu com o objetivo de sanar uma brecha que existia na fiscalização na gestão das organizações. Sendo um órgão de controle independente. Tal órgão é obrigatório, mas pode estar ativo (solicitado sua instalação ou permanente) ou inativo. (FURTADO, 2015).

A Lei 6.404/76 §4º estabelece que a constituição do conselho fiscal garantirá aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, o direito de eleger 1 (um) membro e seu respectivo suplente. A Lei acima citada também estabelece as competências do conselho fiscal, que em suma são:

- Fiscalizar os atos administrativos;
- Opinar sobre o relatório anual da administração;
- Opinar sobre as propostas dos órgãos da administração;
- Denunciar os erros, fraudes ou crimes que descobrirem;
- Convocar a assembleia-geral ordinária;
- Analisar o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;
- Examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;
- Exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

Ainda sobre as competências do conselho fiscal, é importante ressaltar que o mesmo assiste reuniões do conselho de administração ou da diretoria; poderá solicitar, se houver auditores independentes, informações ou esclarecimento aos mesmos; se a firma não tiver auditoria independente, o próprio conselho fiscal poderá escolher a mesma ou o contador; e, as atribuições e poderes conferidos ao conselho fiscal não podem ser outorgados por qualquer outro órgão da companhia.

A Lei 6.404/76 Art.161 estabelece ainda que o conselho fiscal poderá funcionar de modo permanente ou em períodos que o mesmo for solicitado por acionistas. No §1º do artigo 161 a lei expõe sobre a composição do conselho, a qual determina o mínimo de três e o máximo de cinco membros, com suplentes

em igual quantidade. Esses membros podem ser acionistas ou não, e são eleitos em assembleia ordinária geral.

Quando o conselho fiscal não for permanente, para solicitar sua instalação o pedido por parte dos acionistas se dará por aqueles que representem no mínimo um décimo das ações com direito a voto ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito ao voto, sendo que não é necessário que o pedido esteja na convocação da assembleia. O período de instalação do conselho será de um ano, na qual é permitida a reeleição dos seus membros. A Instrução CVM nº 324, de 19 de janeiro de 2000 estabelece uma tabela regressiva que contém as porcentagens mínimas de participação acionária no capital social, que são exigidas para se instalar o Conselho Fiscal.

O conselho fiscal, é visto como um mecanismo interno de governança corporativa, que visa diminuir o conflito de agência. O conselho é essencial para o monitoramento e para manter os acionistas informados (TRAPP, 2004). De acordo com o art. 163 da Lei das Sociedades anônimas, os minoritários possuem direito de escolher 1 (um) membro e seu respectivo suplente para o órgão, com isso os minoritários passam a ter maior influência sobre as informações divulgadas (BRUGNI, 2016).

É importante salientar o que a Lei nº 6404, de 11 de janeiro de 1976 proporciona aos minoritários, pois além do direito de escolha de um membro no conselho fiscal, a lei estabelece outros direitos tais como:

- Ações preferenciais: proporção, preferências e vantagens (Art. 15 e 17);
- Direito de recesso (Art. 136 e 137);
- Proteção do minoritário no caso de fechamento do capital de companhia aberta (Art. 4 e 4A);
- Direito ao "*tag along*" no caso de alienação do controle (Art.254-A);
- Direito de solicitar aumento de prazo para convocação de assembleia ou sua interrupção na companhia aberta (Art. 124);
- Previsão de arbitragem na solução de conflitos (§3º Art.109);
- Acordo de acionistas (Art. 118).

Com isso, é possível visualizar os mecanismos existentes para a proteção do minoritário. Em relação a essa divisão dos majoritários e minoritários com o conselho fiscal, Silva (2000) diz:

Considere-se que, por imperativos da lógica mais elementar, o grupo dos majoritários ou dos controladores do capital social é que ocupará os postos de mando da administração dos negócios sociais. Em bom português, os controladores assumirão as rédeas do negócio. Por isso é que o interesse na fiscalização, também por imperativo da lógica elementar, haverá de ser dos acionistas minoritários ou não controladores, exatamente porque não são eles, em regra, os administradores. Em síntese: quem administra não fiscaliza e quem fiscaliza não administra.

O conselho fiscal, não deve ser visto apenas como um órgão revisor de contas, mas como meio de controle e de informação (SILVA, 2000).

Em relação a estudos sobre a relação do conselho fiscal com governança corporativa, pode-se citar a dissertação de ESCUDER (2006), que analisou a percepção dos conselheiros fiscais em empresas que são classificadas no nível 1 e 2 de governança corporativa. A conclusão de seu trabalho foi que na visão dos conselheiros, as empresas buscam se adequar às práticas recomendadas, mas não ainda em todas recomendações.

Pode-se citar também a tese da TRAPP (2004), que a mesma observa a relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados, para isso a pesquisa foi dividida em duas partes, uma que analisa o relacionamento do conselho fiscal com os demais instrumentos de governança corporativa, com as métricas de gerenciamento de resultado; e a segunda que verifica os resultados de estudos realizados em outros países. Os resultados encontrados sugerem que a existência do conselho fiscal está relacionada a menores níveis de gerenciamento de resultados.

Em estudo mais recente, BRUGNI (2016) busca compreender o ambiente em que se encontra o Conselho de Administração (CA) e o Fiscal (CF), na qual é avaliada de forma agregada 35 características estruturais, de remuneração e de composição desses órgãos. Como resultado foi encontrado uma associação inversa e significativa entre a proporção dos membros que participam de outros CA e os níveis de persistência dos lucros além de que não foi possível afirmar que o conselho fiscal afeta de forma positiva o monitoramento da qualidade dos lucros reportados no mercado de capitais brasileiro.

2.6. Hipótese da Pesquisa

A Assembleia Geral é onde são aprovadas (ou não) as decisões e resultados tomados pelo Conselho de Administração. De acordo com o IBGC (2009) o conselho de administração tem como responsabilidade reger os assuntos estratégicos da organização. Paralelamente a tal, tem-se o conselho fiscal que é o designado para monitorar e fiscalizar as atividades da gestão.

Tanto o IBGC como os acadêmicos veem o Conselho Fiscal como parte importante da governança corporativa no Brasil (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; TINOCO *et al*, 2011; TRAPP, 2009). Devido ao fato que o Conselho fiscal é um órgão importante para o monitoramento dos acionistas na gestão dos administradores, ele influencia na diminuição do conflito de agência e da assimetria informacional, TINOCO *et al* (2011) afirma que o mesmo contribui para os que não estão no controle e no poder (minoritários).

Com base na literatura apresentada e na pergunta de pesquisa, a hipótese do trabalho consiste em:

H₁ – Quanto maior o monitoramento nas empresas brasileiras, menor a chance de solicitação de instalação do conselho fiscal.

Dado que o monitoramento pode reduzir o conflito de agência entre os minoritários e majoritários, com o conselho fiscal os acionistas podem ter maior influência na qualidade das informações divulgadas pelas empresas.

3. METODOLOGIA

A análise metodológica consistirá em duas partes, a primeira será uma análise da evolução no tempo das solicitações de instalação do conselho fiscal, com uma análise descritiva. E a segunda parte consistirá em um modelo LOGIT, que terá como objetivo encontrar os determinantes para as empresas da amostra serem alvo de solicitação de instalação do conselho fiscal.

3.1 População e Seleção da Amostra

Com o objetivo de analisar os determinantes da solicitação da instalação do conselho fiscal por acionistas minoritários e dada a obrigação de divulgação de informações por empresas de capital aberto, a amostra desta pesquisa é definida pelas Empresas listadas na BM&Fbovespa que estavam ativas nos anos 2010, 2012, 2014 e 2016. A natureza das informações utilizadas nesta pesquisa é de fonte secundária, pois a coleta de dados ocorreu em atas das Assembleias Gerais Ordinárias das empresas.

A amostra desta pesquisa foi baseada no trabalho de VARGAS (2013) que partiu de um conjunto inicial de 195 empresas definidas a partir de dois critérios: (i) deveriam estar ativas em 2008, 2010 e 2012 e (ii) deveriam ter índice de liquidez (calculado pela Economática¹) maior que 0,001 em cada um dos anos. As 195 empresas foram então analisadas nos anos de 2014 e 2016, complementando a amostra.

Foram necessárias algumas exclusões pois nem todas as 195 empresas puderam ser observadas em todos os anos. As exclusões ocorreram pelos seguintes motivos: algumas atas não possuem informações sobre o conselho fiscal; algumas empresas fecharam capital ou faliram durante os anos pesquisados; outras empresas não possuíam dados completos sobre as

¹ Liquidez = $100 * (p/P) * \sqrt{(n/N * v/V)}$, Onde p é o número de dias em que o estoque foi negociado pelo menos uma vez dentro do período escolhido; P é o número total de dias no período selecionado; N = número de negociações dentro do período escolhido; N é o número de negociações de todas as ações dentro do período escolhido; V é o volume de negociação de ações dentro do período escolhido; E v é o volume de negociação de todas as ações dentro do período escolhido.

variáveis de controle ou as variáveis de monitoramento que compõe o índice de monitoramento.

Para análise dos dados, foi necessário a remoção de *outliers* das variáveis desempenho, endividamento, *payout* e Market-to-book. Foram considerados *outliers* as observações distantes três desvios padrão ou mais da média. Para identificar essas observações, foi criada uma variável *dummy* com as empresas que possuíam algum *outlier* nas variáveis mencionadas e foi atribuído o número 1 para as que possuíam e zero para as que não possuíam.

Ressalte-se que todas as empresas que tiveram o pedido de instalação do conselho fiscal foram aceitos em assembleia.

O período utilizado é delimitado pelas seguintes instruções:

- CVM nº 457 de 13 de julho de 2007 – que trata da elaboração e divulgações das demonstrações financeiras no novo padrão contábil, que consiste na adoção de práticas contábeis convergentes às internacionais, emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB);

- CVM nº 480 de 7 de dezembro de 2009 – que trata, dentre outras questões, da criação do Formulário de Referência em substituição ao Formulário de Informações Anuais (IAN);

- CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 – que regula sobre as informações e pedidos públicos de procuração para exercício em assembleias de acionistas quanto ao direito de voto e à necessidade de divulgação de informações, pelas empresas, antes que sejam realizadas as assembleias gerais.

Como todas instruções citadas possuem prazo obrigatório para adoção a partir do ano de 2010, justifica-se o período da análise. Já que com essa obrigatoriedade permite aos acionistas um maior monitoramento das empresas e maior facilidade em coletar os dados das mesmas.

Como limitação da pesquisa, observa-se a qualidade de informação das atas das assembleias ordinárias usadas neste estudo, já que em muitas atas não é possível identificar todas as informações quanto às ordens do dia, como os resultados das votações, qual acionista solicitou a instalação do conselho fiscal, a porcentagem de tal acionista. O que é permitido pela lei 6.404/76 que permite que as atas sejam lavradas apenas em sumário. Outra limitação da pesquisa se

deu na amostra, onde as empresas inicialmente pesquisadas foram a falência ou fecharam capital.

3.2 Obtenção dos dados

Os dados foram obtidos em algumas fontes, como CVM e COMDINHEIRO®. As atas de assembleia ordinárias foram obtidas junto ao endereço eletrônico da CVM no mês outubro de 2016 e correspondem às atas da primeira assembleia ordinária realizada nos períodos de 2010, 2012, 2014 e 2016 de cada empresa da amostra, respeitada a disponibilidade das mesmas em virtude do período de abertura e ou fechamento de capital das empresas.

As informações coletadas nas atas foram: Quórum; Pedido de solicitação de instalação do Conselho Fiscal; Se a assembleia em que houve a solicitação foi ordinária ou extraordinária; Acionista que solicitou; Participação acionária do acionista que solicitou; e, Decisão da solicitação.

Os dados necessários para se construir os índices de monitoramento foram obtidos no website da CVM e no COMDINHEIRO®.

A base de dados utilizada para obter os dados das variáveis de controle foi a COMDINHEIRO®.

3.3 Descrição das variáveis

As variáveis a serem utilizadas neste estudo são discriminadas a seguir e tem por base estudos anteriores sobre ativismo de acionistas, governança corporativa, conselho fiscal e teoria da agência. As variáveis estão divididas em dependentes, de interesse e de controle:

Variáveis dependentes:

- Conselho fiscal

Como já dito anteriormente, para que uma determinada empresa possa ter conselho fiscal se faz necessário que seja pedido sua instalação em uma Assembleia Geral Ordinária ou que o mesmo seja permanente, essas informações constam no Formulário de Referência. O conselho fiscal, também tem como uma de suas funções fiscalizar os atos da administração de forma similar ao comitê de auditoria em outros países (SILVA; LEAL, 2005b). O conselho fiscal será usado como proxy para o ativismo, que no caso foi observado o ativismo na solicitação de instalação do conselho fiscal.

Para uma melhor análise, a variável dependente será observada de três formas, a primeira serão as empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal junto com as empresas que não possuem conselho fiscal, sendo que será atribuído 1 para as empresas que tiveram o pedido de instalação e 0 para as que não possuem. Essa primeira variável será chamada de CFTN.

Depois será observado as empresas que possuem conselho fiscal permanente juntamente com as que não possuem conselho fiscal. Receberá 1 as empresas que possuem conselho fiscal permanente e 0 as que não possuem. O nome dessa variável será CFPN.

E por último serão observadas as empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal, juntamente com as que possuem conselho fiscal permanente. As primeiras receberão 1 e as permanentes receberão 0. O nome dessa variável será CFTP.

Variáveis de interesse:

- Monitoramento:

Será construído um índice composto por 7 questões, apresentadas na tabela 1 a seguir, que busca mostrar os mecanismos de monitoramento nas empresas. As questões elencadas foram baseadas em estudos anteriores que serão relatados após a apresentação da tabela. Para cada pergunta será atribuído o valor 1 se a empresa atender o critério e 0, caso contrário. O resultado

da soma desses indicadores será o índice, que terá então valor máximo igual a 7.

Tabela 1 – Componentes do índice de monitoramento

Monitoramento
O Conselho de administração possui ao menos 20% de independência?
O conselho de administração tem tamanho adequado às boas práticas do IBGC?
O número de reuniões do conselho de administração está adequado às boas práticas do IBGC?
A empresa possui acordo de acionista?
Investidor institucional entre os 5 maiores acionistas?
A empresa é coberta por pelo menos 3 analistas de mercado?
Existe acionista controlador com 50% mais 1 dos votos?

Fonte: Elaborado pela autora

De acordo com ANDERSON; MANSI e REEB (2004) os conselheiros independentes são melhores em monitorar a gestão da empresa e devido a isso, os relatórios financeiros passam a ser mais confiáveis. Assim também BYRD e HICKMAN (1992) sugerem em seu trabalho que um conselho mais independente irá minimizar o comportamento utilitarista de gestores que possuem ações. Um conselho mais independente proporciona menores custos de agência já que os credores serão beneficiados com melhores relatórios financeiros (ANDERSON; MANSI e REEB 2004; KLEIN 2002). Com isso espera-se que empresas que possuem conselhos mais independentes possuam um melhor monitoramento.

Para mensurar a porcentagem de conselheiros independentes, será feita uma proporção de conselheiros independentes (não indicados pelo controlador) do conselho de administração e o total de conselheiros.

Em relação ao número de conselheiros ideal, JENSEN (1993) considera o tamanho do conselho de administração como um aspecto fundamental para sua eficiência, o autor sugere que a manutenção de um conselho pequeno pode melhorar sua performance. LIPTON e LORSCH (1992) sugerem que o conselho se limite a 10 membros, sendo preferíveis 8 ou 9 diretores, para diminuir os

problemas de conselhos grandes, no qual muitas vezes seus membros não conseguem expressar suas opiniões. O IBGC sugere um conselho de tamanho ideal entre 5 (cinco) e 11 (onze) conselheiros (IBGC, 2009). Com isso, será usada a recomendação do IBGC como medida.

VAFEAS (1999) em seu trabalho, encontrou que a frequência da reunião está diretamente relacionada à governança corporativa e às características de propriedade de uma maneira consistente com a teoria da agência. Seu resultado também mostrou que o número anual de reuniões está inversamente relacionado ao valor da empresa. Em geral, os resultados mostraram que o número de reuniões do conselho é uma dimensão importante para analisar as ações do conselho. Como forma de medida, será usado IBGC que recomenda para uma adoção total das práticas de governança corporativa, o total de 6 a 12 reuniões por ano.

De acordo com LEAL; SILVA e VALADARES (2002) o acordo de acionistas é um dos mecanismos usados para aumentar o controle dos acionistas. Este consiste em um contrato entre acionistas que visam conciliar seus interesses individuais. STRICKLAND; WILES e ZENNER (1996) em seu estudo, identificaram que há maior número de minoritários nos processos de votação nas assembleias em empresas com base acionária dispersa.

GELMAN; CASTRO e SEIDLER (2015) afirmam que através do acordo de acionista, surge uma nova estrutura de governança, na qual múltiplos acionistas podem desfrutar os benefícios privados característicos da posição de controle. Acordos de acionistas constituem um importante mecanismo de concentração de controle e com isso podem representar um maior incentivo ao monitoramento. Sua observação se dará através das informações no site da CVM.

DENIS e MCCONNELL (2003) em seu estudo, observaram que investidores institucionais que possuem grande número de ações são os que detêm os benefícios privados de controle e devido a isso são incentivados a monitorar os agentes. Sendo esse um dos papéis fundamentais exercidos por eles. Esses investidores não objetivam apenas proteção, os mesmos desejam influenciar na gestão da empresa a fim de maximizar seu capital através do monitoramento (DENIS; MCCONNELL, 2003; TAN; KEEPER, 2008). Devido a

isso, espera-se que uma empresa que possua entre seus 5 (cinco) maiores acionistas algum investidor institucional, possua maior monitoramento. O investidor institucional será observado através dos dados do COMDINHEIRO.

Os analistas de mercado são importantes para se analisar o monitoramento externo, porque este é importante para reduzir a assimetria informacional. Estudos sobre tal pode-se citar DAS; GUO; ZHANG (2006) que examinaram a capacidade dos analistas prever o desempenho futuro de empresas que abriram recentemente seu capital. Encontraram que as empresas que possuem alta cobertura pelos analistas têm retornos significativamente melhores e desempenho operacional melhor do que aquelas com baixa cobertura pelos analistas. CHANG; DASGUPTA; HILARY (2006) encontraram que o número de analistas que seguem uma empresa está correlacionado negativamente com a assimetria informacional da empresa, seja porque os analistas reduzem diretamente essa assimetria ou porque os analistas são atraídos para empresas que são mais transparentes.

No Brasil, onde a estrutura de propriedade e controle são concentradas, os mecanismos de governança corporativa podem contribuir para a proteção dos acionistas minoritários (LA PORTA *et al.*, 2000). Quanto maior for o nível de concentração de propriedade, maior será o incentivo ao monitoramento e à participação na gestão da empresa (VALADARES; LEAL, 2000).

A estrutura de propriedade será mensurada pelo percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista, esse percentual é caracterizado como direito sobre controle da empresa. Com esse percentual será possível concluir se existe o acionista controlador com 50% mais 1 das ações com direito a voto.

Variáveis de controle:

Segundo Almeida (2010), as variáveis de controle são essenciais para isolar os efeitos que poderiam afetar a variável dependente de interesse. As variáveis de controle escolhidas para utilização nesta pesquisa foram: tamanho da firma (Tam), desempenho (Roe), desvio de direito (DesvDir), Endividamento (ENDIV) Payout e Market-to-Book, que serão explicadas a seguir:

- Tamanho

De acordo com POULSEN; STRAND e THOMSEN (2010), as empresas de maior tamanho atraem mais investidores, principalmente os institucionais, devido a isso, o tamanho da empresa é um fator importante para analisar se essa será alvo de ativismo. NORDEN e STRAND (2008), dizem que em empresas maiores há mais oportunidades do próprio investidor se promover, porque elas possuem maior visibilidade. Outros autores como STRICKLAND; WILES e ZENNER (1996) encontraram em seu estudo, que o tamanho da empresa está positivamente relacionado ao ativismo dos acionistas.

Para calcular o tamanho da firma, será usado o logaritmo do ativo total da empresa:

$$T.t = \ln(\text{Ativo Total}.t)$$

Em que, T,t é o tamanho da empresa i no período t.

- Desempenho

STRICKLAND; WILES e ZENNER (1996) encontrou em seu estudo que empresas que possuem baixo desempenho foram alvo de ativismo. POULSEN; STRAND e THOMSEN (2010) dizem que os acionistas são propensos a serem mais ativos quando percebem uma necessidade, como o baixo desempenho. Assim também CZIRAKI, P.; RENNEBOOG e SZILAGYI (2009) em seu estudo, encontraram que empresas que possuem baixo desempenho tendem a ser alvo de ativismo. Com isso, espera-se que o ativismo seja negativamente relacionado com o desempenho.

Para calcular o tamanho da firma será usado o ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido), que será mensurado pela relação entre lucro líquido e o Patrimônio Líquido:

$$Roe = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimonio Líquido}}$$

- Desvio de Direito

CLAESSENS; DJANKOV e LANG (2000) em seu trabalho, demonstram que empresas que possuem controle mais concentrado tendem a ter uma maior disparidade entre o controle e a gestão, sendo que isso acontece principalmente em empresas de controle familiar. Eles ainda mostram que quanto maior o desvio de direito, maiores serão os custos de agência. BORTOLON; SARLO NETO e SANTOS (2013) também sugerem que quanto maior os desvios de direitos, piores serão as práticas de governança corporativa.

ALDRIGHI e MAZZER NETO (2005) encontraram em sua pesquisa, que empresas em que os maiores acionistas são famílias, são as que possuem maior desvio de direito, empresas essas que geralmente possuem controle concentrado. CLAESSENS *et al.* (2002) fornecem evidências em que empresas que possuem acionista controlador, os desvios de direito irão gerar custos de agência. Em geral os desvios de direito fazem parte dos índices de governança corporativa na literatura, o que também pode afetar o monitoramento pelos acionistas minoritários. Devido a isso tal variável será usada como variável de controle (IBGC 2014; SMITH, 1996). Espera-se uma relação positiva entre os desvios de direito e o ativismo.

Para calcular o desvio de direito será usada uma relação entre a participação em ações com direito a voto e a participação total.

$$DesDir = \frac{Participação\ em\ ações\ com\ direito\ a\ voto}{Participação\ total}$$

- Endividamento

Será usada uma proxy para a análise do endividamento das empresas, que é a soma dos empréstimos e financiamentos a Longo Prazo com os de Curto Prazo, dividido sobre o ativo total da empresa, que será chamado de endividamento total (ENDIV).

Como pode ocorrer uma relação de substituição de monitoramento dos acionistas por credores, é possível supor que os acionistas minoritários terão menos incentivos, devido a isso, serão menos ativos em empresas possuem

dívida alta (POULSEN; STRAND; THOMSEN, 2010). Em virtude dessa relação de substituição entre acionistas minoritários por credores, é esperado uma relação negativa entre endividamento e o ativismo.

A seguir a forma que o endividamento será mensurado:

$$Endiv = \frac{Emprest. e Financi. de LP + Emprest. e Financi. de CP}{Ativo Total}$$

- Payout

O *payout* foi mensurado através dos dividendos pagos por ação divididos pelo lucro líquido por ação no final do exercício social e foi obtido junto ao sistema Comdinheiro.

Em firmas em que o *payout* é menor, o ativismo tende a ser mais presente com o objetivo de fazer com que este pagamento de dividendo aumente, (BRAV *et al*, 2008). KLEIN E ZUR (2009) demonstram em seu estudo que após o ativismo, os dividendos aumentam, o que corrobora com BRAV *et al* (2009). Devido a isso, espera-se um sinal negativo para a variável *payout*.

- Market-to-book

O *Market-to-book* foi mensurado através da divisão do valor de mercado da empresa sobre seu patrimônio líquido. De acordo com SMITH (1996), o desempenho das ações pode estar relacionado à probabilidade da empresa ser alvo de ativismo. Empresas com ações com baixo desempenho terão maior chance de serem “disciplinadas” através de iniciativas ativistas. Segundo o autor, baixos Q de Tobin e Market-to-book também levam a uma maior probabilidade da empresa ser alvo. Com isso, espera-se o sinal esperado negativo.

A seguir, a forma que o Market-to-book foi mensurado:

$$Market - to - book = \frac{Market Value}{Patrimonio Líquido}$$

A seguir a tabela com a descrição das variáveis, o sinal esperado de cada uma e seu referencial:

Tabela 2 – Descrição das Variáveis

Variável Dependente			
Variável	Descrição/Cálculo	Sinal esperado	Referências
<i>CFTN/CFPN/CFTP</i>	Dummy. Se recebeu solicitação para instalação do conselho fiscal 1. 0 caso contrário.		
Variáveis de interesse I – Índice de Monitoramento			
CI	Dummy. Se 20% ou mais dos membros do conselho forem independentes será atribuído 1, 0 em outros casos.	-	Anderson, Mansi e Reeb (2004); Byrd e Hickman (1992); Klein (2002).
TC	Dummy. Se a empresa possui o número adequado de membros no conselho de administração será atribuído 1. 0 em outros casos.	-	Jensen (1993); Lipton e Lorsch (1992); IBGC (2009).
NR	Dummy. Se a empresa possui o número adequado de reuniões será atribuído 1. Caso contrário será 0.	-	Vafeas (1999); IBGC (2009).
AA	Dummy. Se a empresa possuir acordo de acionista será atribuído 1, caso contrário 0.	-	Leal; Silva e Valadares (2002); Strickland; Wiles e Zenner (1996) Gelman; Castro e Seidler (2015)
II	Dummy. Se a empresa possuir investidor institucional entre os cinco maiores acionistas receberá 1, 0 caso contrário.	+	Denis; Mcconnell, (2003); Tan; Keeper, (2008)
AN	Dummy. Se a empresa for coberta por pelo menos 3 analistas será atribuído 1, caso contrário 0.	-	Das; Guo; Zhang (2006) ; Chang; Dasgupta; Hilary (2006)
AC	Dummy. Se a empresa possuir um controlador com 50% mais 1 das ações, receberá 1. Caso contrário,0.	+	La Porta <i>et al.</i> , (2000); Valadares; Leal (2000)
Variáveis de Controle			
Variável	Descrição/Cálculo	Sinal esperado	Referências
MONIT	Índice monitoramento	+	Smith (1996);
TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	+	Poulsen; Strand e Thomsen (2010); Norden e Strand (2008); Strickland; Wiles e Zenner (1996).
DESEMP	Relação entre lucro líquido e o Patrimônio Líquido	-	Strickland; Wiles e Zenner (1996); Poulsen; Strand e Thomsen (2010); Cziraki, P.; Renneboog e Szilagyi (2009).
DESVDIR	Razão entre a participação em ações com direitos a voto e a participação total	+	Claessens; Djankov e Lang (2000); Aldrighi e Mazzer Neto (2005); Claessens <i>et al.</i> (2002); Ibgc (2014); Smith (1996).

ENDIV	Razão entre a soma dos empréstimos e financiamentos de longo e curto prazo, sobre o ativo total	-	Poulsen; Strand e Thomsen (2010)
PAYOUT	Dividendos pagos por ação divididos pelo lucro líquido por ação no final do exercício social	+	Brav <i>et al</i> (2008), Klein e Zur (2009).
MTB	Razão entre o Market-value e o patrimônio líquido	-	Smith (1996)

Fonte: Autoria própria.

Notas: As variáveis são: MONIT (monitoramento); TAM (tamanho); DESEMP(desempenho); DESVDIR (desvio de direito); ENDIV (endividamento); Payout (payout); MTB (Market-to-book); NR (número de reuniões); AA (acordo de acionista); AN (analistas de mercado); CI (conselho independente); TC (tamanho do conselho); II (investidor institucional); AC (acionista controlador); CFTN (Foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFPN (conselho fiscal permanente e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFTP (foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e conselho fiscal permanente).

3.4 Métodos de análise

Os métodos de análise serão divididos em três partes, a estatística descritiva, as análises univariadas e as análises multivariadas. A seguir a explicação de cada uma:

3.4.1 Estatística descritiva

Será analisado os valores médios, desvio padrão, número de observações e os extremos (máximo e mínimo). Primeiramente serão analisadas as variáveis quantitativas, incluindo variável índice de monitoramento e as variáveis de controle. Depois serão analisadas as estatísticas das variáveis qualitativas.

3.4.2 Análises Univariadas

Serão feitas tabelas de correlação entre as variáveis quantitativas, para observar se existe alguma correlação alta entre as variáveis. Posteriormente será feita uma tabela de correlação entre as variáveis quantitativas e qualitativas.

Além disso, serão feitos testes de diferenças de médias em três painéis diferentes, tanto das variáveis quantitativas como das categóricas. Os painéis serão divididos em:

- (i) Empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal comparadas às empresas que não possuem conselho fiscal;
- (ii) Empresas que possuem conselho fiscal permanente comparadas às empresas que não possuem;
- (iii) E finalmente, empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal comparadas às que já tem conselho fiscal permanente instalado.

3.4.3 Análises Multivariadas

A regressão LOGIT é uma ferramenta estatística que permite que fenômenos e indivíduos sejam classificados em categorias específicas, a fim de estimar a probabilidade de um evento ocorrer. Tal equação possui a vantagem de seus pressupostos, porque não pressupõe a existência de homogeneidade de variância e normalidade de resíduos, o que facilita sua aplicabilidade (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2009).

Será usada a seguinte equação:

$$\begin{aligned}
 Prob(CFTN; CFPN; CFTP) \\
 = \alpha + \beta_1 MONIT + \beta_2 TAM + \beta_3 DESEMP + \beta_4 DESVDIR + \beta_5 ENDIV \\
 + \beta_7 PAYOUT + \beta_8 MTB
 \end{aligned}$$

Em que,

MONIT = índice de monitoramento da empresa i

TAM = tamanho da empresa i

DESEMP = desempenho da empresa i

DESVDIR = desvio de direito da empresa i

ENDIV = endividamento da empresa i

PAYOUT = payout da empresa i

MTB = market-to-book da empresa i

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta pesquisa é composta de testes univariados e multivariados. Primeiramente, como pode se ver abaixo nas tabelas temos a estatística descritiva. Posteriormente temos a tabela 6 e a 7 que apresenta as correlações entre as variáveis. Em seguida a tabela 8 e 9 que apresenta os testes de diferença de média. E finalmente a regressão LOGIT a fim de analisar a relação entre conselho fiscal e as demais variáveis.

4.1 Estatística Descritiva

A tabela 3 abaixo, apresenta a estatística descritiva das variáveis independentes quantitativas e do índice de monitoramento, e a tabela 4 das variáveis qualitativas. Como pode-se observar na tabela, o número total de observações foram 399 para os anos pesquisados.

Como se vê a seguir, a variável do índice de monitoramento, que foi incluída nas variáveis quantitativas, obteve no máximo o número 6, ou seja, nenhuma das empresas possuem todos critérios analisados no índice de monitoramento.

Outro resultado interessante, é que a média e o desvio padrão encontrados para desvio de direitos neste trabalho, se assemelha ao que foi observado no trabalho de BORTOLON; SARLO NETO e SANTOS (2013), onde eles acharam uma média 1,18 e um desvio padrão 0,35 para desvio de direito. Semelhança essa que pode ser vista a seguir.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis independentes quantitativas

	Quantidade	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
MONIT	399	3.8571	1.2788	0	6
TAM	399	1.8134	1.8072	-3.2932	7.2351
DESEMP	399	8.1861	16.9448	-90.1115	68.2388
DESVDIR	399	1.1445	0.37096	0.4065	2.9581
ENDIV	399	0.2735	0.1599	0	0.6069
PAYOUT	399	21.7599	29.4591	-99.15	98.62
MTB	399	1.5877	1.5147	-3.8484	8.4179

Fonte: Autoria Própria

Notas: As variáveis são: MONIT (monitoramento); TAM (tamanho); DESEMP(desempenho); DESVDIR (desvio de direito); ENDIV (endividamento); Payout (payout); MTB (Market-to-book).

Em relação às variáveis qualitativas, observa-se que a maior média foi do número de reuniões, ou seja, a maioria das empresas analisadas possuem número de reuniões adequado. Assim também como a maioria das empresas possuem tamanho de conselho ideal. Já no outro extremo, é possível perceber que poucas empresas possuem acordo de acionistas. As outras variáveis possuem seus valores em torno de 50%.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis independentes qualitativas

	Quantidade	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
NR	399	0.9148	0.2795	0	1
AA	399	0.0877	0.2832	0	1
AN	399	0.4310	0.4958	0	1
CI	399	0.5789	0.4943	0	1
TC	399	0.8446	0.3627	0	1
II	399	0.5388	0.4991	0	1
AC	399	0.4511	0.4991	0	1

Fonte: Autoria Própria

Nota: As variáveis são: NR (número de reuniões); AA (acordo de acionista); AN (analistas de mercado); CI (conselho independente); TC (tamanho do conselho); II (investidor institucional); AC (acionista controlador).

Sobre as variáveis dependentes, que foram divididas em 3, observa-se em todas que as empresas estão bem divididas entre as que possuem conselho fiscal temporário, permanente e as que não possuem. É possível visualizar que as que possuem conselho temporário ou permanente é a variável com maior número de observações. Já as que possuem conselho permanente ou não possuem, é a variável com menor número de observações.

Tabela 5 – Estatística descritiva variáveis dependentes

	Quantidade	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
CFTN	277	0.5307	0.4999	0	1
CFPN	252	0.4841	0.5007	0	1
CFTP	269	0.5465	0.4987	0	1

Fonte: Autoria Própria

Nota: CFTN (Foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFPN (conselho fiscal permanente e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFTP (foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e conselho fiscal permanente).

4.2 Tabelas de Correlação

A seguir, a tabela 6, que mostra a correlação de Pearson entre as variáveis quantitativas. Em relação às correlações é possível observar que apesar de serem estatisticamente significativas, todas apresentaram correlações baixas (abaixo de 0,3). Esses resultados diminuem a preocupação com possíveis problemas de multicolinearidade ocasionado por altas correlações (maiores de 0,80) entre variáveis explicativas (GUJARATI e PORTER, 2011).

Tabela 6 – Tabela de correlação entre as variáveis quantitativas

	Monit	Tam	Desemp	Desvdir	Endiv	Payout	Mtb
Monit	1.0000						
Tam	0.2346*** (0.0000)	1.0000					
Desemp	-0.155*** (0.0020)	-0.0045 (0.9290)	1.0000				
Desvdir	-0.182*** (0.0003)	0.0476 (0.3431)	0.035 (0.5170)	1.0000			
Endiv	0.2310*** (0.0000)	-0.108** (0.0310)	-0.244*** (0.000)	-0.1457*** (0.0035)	1.0000		
Payout	0.0529 (0.2919)	0.176*** (0.004)	0.299*** (0.000)	-0.0646 (0.1980)	0.218*** (0.000)	1.0000	
Mtb	0.1142** (0.0225)	-0.089 *(0.075)	0.2874** (0.000)	-0.1344*** (0.0072)	0.1285** (0.102)	0.2684*** (0.0000)	1.000

Fonte: Autoria Própria

Notas: Análise de correlação entre as variáveis quantitativas. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. As variáveis são: MONIT (monitoramento); TAM (tamanho); DESEMP(desempenho); DESVDIR (desvio de direito); ENDIV (endividamento); Payout (payout); MTB (Market-to-book).

A tabela a seguir mostra a relação das variáveis quantitativas com as variáveis qualitativas. Um problema ao se usar *dummies* é para analisar a

correlação. Para Hair *et al.* (2009), a utilização de *dummies* na análise fatorial é limitada, pois estas não são bem representadas pela correlação de Pearson tradicional. Devido a isso foi usado a correlação ponto bi-serial que permite avaliar a correlação entre as variáveis quantitativas e qualitativas.

É possível observar que entre as correlações que foram significativas, não foi encontrado uma correlação alta entre elas (abaixo de 0,3).

Tabela 7 – Tabela de correlação entre as variáveis quantitativas e qualitativas

	TAM	DESEMP	DESVDIR	ENDIV	PAYOUT	MTB
NR	0.1001** (0.0458)	-0.0993** (0.0475)	-0.0496 (0.3227)	0.0596 (0.2350)	-0.0541 (0.2813)	0.0397 (0.4289)
AA	-0.0131 (0.7934)	-0.0672 (0.6581)	-0.1163** (0.0201)	0.0244 (0.5887)	0.0673 (0.1799)	0.0024 (0.9623)
AN	0.0332 (0.5083)	-0.0460 (0.3598)	-0.2982*** (0.0001)	0.2999*** (0.0001)	-0.0289 (0.5650)	0.2944*** (0.0001)
CI	-0.0349 (0.4872)	-0.1553*** (0.0019)	-0.1933*** (0.0001)	0.1075** (0.0318)	-0.2615 (0.7938)	0.1077** (0.0315)
TC	0.0525 (0.2952)	-0.0628 (0.2107)	-0.1240** (0.0132)	0.1585*** (0.0015)	-0.0026 (0.9586)	0.0426 (0.3961)
II	0.2965*** (0.0001)	-0.0673 (0.1798)	-0.0898* (0.0732)	0.1661*** (0.0009)	0.0166 (0.7412)	0.0211 (0.6742)
AC	0.1985*** (0.0001)	0.0105 (0.8338)	0.2907*** (0.0001)	-0.1576*** (0.0016)	0.0882* (0.0783)	-0.1825*** (0.0002)

Fonte: Autoria Própria

Notas: Análise de correlação entre as variáveis quantitativas com qualitativas.. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. As variáveis são: MONIT (monitoramento); TAM (tamanho); DESEMP(desempenho); DESVDIR (desvio de direito); ENDIV (endividamento); Payout (payout); MTB (Market-to-book); NR (número de reuniões); AA (acordo de acionista); AN (analistas de mercado); CI (conselho independente); TC (tamanho do conselho); II (investidor institucional); AC (acionista controlador).

4.3 Diferença de média

A seguir será analisado as diferenças de média para as variáveis quantitativas. Para a análise as variáveis foram divididas em três painéis, o primeiro CFTN (Conselho fiscal temporário e não possui conselho fiscal), na qual foi estipulado o número 1 para as empresas que possuem CF temporário e 0 para as que não possuem. No segundo painel CFPN (Conselho fiscal permanente e não possui conselho fiscal), as empresas que possuem conselho fiscal permanente receberam o número 1 e as que não possuem o 0. E no último painel CFTP (conselho fiscal temporário e conselho fiscal permanente), as

empresas que possuem conselho temporário receberam o número 1 e as que possuem o conselho permanente receberam o 0.

O primeiro painel (CFTN) apresenta 187 observações para as empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal temporário e 154 observações para as que não possuem conselho fiscal. Foi encontrado que o desempenho é menor em empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal. Nestas empresas, o endividamento é também maior. Menor desempenho e maior endividamento em empresas alvo de ativismo são também evidências encontradas em MIETZNER; SCHWEIZER (2014).

Já no segundo painel (CFPN), foi encontrado que empresas que possuem o conselho fiscal permanente possuem tamanho maior e um maior desvio de direitos. Por outro lado, estas empresas têm menor índice de monitoramento e menor desempenho. Nesse painel, as empresas que possuem conselho fiscal permanente totalizam 155 observações contra 154 observações das que não possuem conselho fiscal.

E o terceiro painel (CFTP), com 187 observações para as empresas que possuem conselho fiscal temporário e 151 para as empresas que possuem conselho fiscal permanente. Foi encontrado que empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal temporário tem um endividamento total maior, já as empresas que possuem conselho fiscal permanente são maiores e possuem maior desvio de direitos.

Como pode-se ver nas duas primeiras comparações (painéis CFTN e CFPN) o desempenho é menor nas empresas que são alvo de ativismo através da solicitação de instalação do conselho fiscal e nas empresas que já adotam o conselho fiscal de forma permanente (POULSEN; STRAND e THOMSEN, 2010; CZIRAKI, P.; RENNEBOOG e SZILAGYI, 2009). Assim também ocorreu com o endividamento que apresentou diferenças estatisticamente significativas, corroborando com POULSEN; STRAND; THOMSEN (2010) que mostram que empresas que possuem maior endividamento, tendem a ser mais alvo de ativismo.

A variável tamanho apresentou diferenças estatisticamente significativas somente na comparação entre os grupos que têm conselho fiscal permanente e o que não tem conselho fiscal. Esse resultado pode sinalizar que o tamanho é

mais relevante como variável explicativa da decisão de adotar um conselho fiscal permanente do que o conselho fiscal temporário, quando comparadas com empresas sem conselho fiscal. Em empresas maiores, o monitoramento pode ser mais difícil (ANDRADE *et al.*, 2009), justificando a adoção de um mecanismo mais constante como o conselho fiscal permanente.

Tais resultados corroboram com o que BAIOCO (2015) encontrou, que conselhos fiscais permanente instalados, são capazes de trazer uma melhor qualidade da informação, mesmo que a frequência do conselho fiscal temporário seja maior, fazendo com que sejam um mecanismo de governança corporativa mais forte. Ele encontrou uma maior relevância do lucro e do patrimônio líquido em empresas com Conselho Fiscal Permanente instalado, além de maior conservadorismo condicional em relação ao que foi encontrado para o conselho fiscal temporário.

Tabela 8 - Tabela de diferença de média das variáveis quantitativas

Tabela de diferença de média das variáveis quantitativas						
	Médias				Diferença	Estatística T
	1		0			
	Contagem	Média	Contagem	Média		
PAINEL (CFTN)						
MONIT	187	3.925	154	3.974	0.0489	0.3481 (0.7280)
TAM	187	1.375	154	1.365	-0.009	-0.0553 (-0.0553)
DESEMP	187	4.856	154	15.560	10.704	1.9893** (0.0478)
DESVDIR	187	1.095	154	1.089	-0.005	-0.1485 (0.8820)
ENDIV	187	0.327	154	0.290	0.311	-1.8503* (0.06501)
PAYOUT	187	66.313	154	49.932	-16.381	-0.7524 (0.4523)
MTB	187	1.607	154	1.899	0.292	0.8192 (0.4135)
PAINEL (CFPN)						
MONIT	155	3.698	154	3.974	0.277	2.0024** (0.0461)
TAM	155	2.508	154	1.365	1.939	1.3652*** (0.0000)
DESEMP	155	5.965	154	15.560	10.747	1.6513* (0.0998)
DESVDIR	155	1.243	154	1.089	-0.154	-3.3185*** (0.0010)
ENDIV	155	0.289	154	0.290	0.001	0.0354 (0.9718)
PAYOUT	155	77.394	154	49.932	-27.462	-1.0449 (0.2969)
MTB	155	1.824	154	1.8993	0.075	0.2168

	Médias					
	1		0		Diferença	Estatística T
	Contagem	Média	Contagem	Média		
						(0.8285)
PAINEL (CFTP)						
MONIT	187	3.925	151	3.695	-0.229	-1.6401 (0.1019)
TAM	187	1.374	151	2.565	1.907	6.6306*** (0.0000)
DESEMP	187	4.856	151	5.806	0.949	0.2230 (0.8237)
DESVDIR	187	1.094	151	1.249	0.155	3.3662*** (0.0009)
ENDIV	187	0.327	151	0.287	-0.399	-1.9051* (0.0576)
PAYOUT	187	66.313	151	58.224	-8.089	-0.3582 (0.7205)
MTB	187	1.607	151	1.852	0.245	1.1002 (0.2720)

Fonte: Autoria Própria

Notas: Análise de diferença de média entre as variáveis quantitativas. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. Análise de correlação entre as variáveis quantitativas com qualitativas.. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. As variáveis são: MONIT (monitoramento); TAM (tamanho); DESEMP(desempenho); DESVDIR (desvio de direito); ENDIV (endividamento); Payout (payout); MTB (Market-to-book); CFTN (Foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFPN (conselho fiscal permanente e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFTP (foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e conselho fiscal permanente).

A seguir a tabela de diferença de média das variáveis qualitativas, assim como foi feito com as variáveis quantitativas, a análise foi dividida em três painéis e o número de observações é o mesmo.

No primeiro painel (CFTN) foi encontrado que entre as empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal, os acordos de acionistas são mais frequentes (13.9%). Esse resultado pode sugerir que os acionistas minoritários enxergam os acordos de acionistas menos como uma fonte de maior monitoramento dada a maior concentração de controle, e mais como uma fonte de possível expropriação. Essa conjectura confronta as evidências de Carvalhal (2012) que encontra que as empresas com acordos de acionistas têm maior valorização. O autor atribui a relação positiva encontrada ao uso do acordo de acionistas como instrumento que minimiza conflitos de interesse e protege os acionistas minoritários, sendo este efeito preponderante ao possível efeito negativo do instrumento como meio para facilitar a expropriação dos minoritários.

Entre as empresas que não foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal, há menos empresas cobertas por pelo menos três analistas de

mercado (43.3%). Aqui os resultados sugerem que o monitoramento exercido pelo conselho fiscal e o exercido pelos analistas de mercado podem ser substitutos.

Já no segundo painel (CFPN) mais variáveis apresentaram diferenças estatisticamente significativas, assim como ocorreu na comparação das variáveis quantitativas. Foi possível visualizar que entre as empresas que possuem conselho fiscal permanente, os acordos de acionistas são menos frequentes (5,2%). Entre essas empresas é também menos frequente se observar conselhos com pelo menos 20% de membros independentes, por outro lado, é mais frequente a presença de acionista controlador (56,1%). Em contrapartida, as empresas que não possuem conselho fiscal, são mais frequentemente cobertas por pelo menos três analistas de mercado (55,2%) e têm, com maior frequência, tamanho do conselho apropriado (91,6%).

E no último painel, no qual se compara empresas que foram alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal e empresas que possuem conselho fiscal permanente, foi possível verificar que as primeiras são mais frequentemente cobertas por pelo menos três analistas de mercado (43.3%), e entre elas é mais frequente se observar conselhos com pelo menos 20% de membros independente (59.4%). Conselhos com o tamanho adequado também são mais frequentes entre as empresas alvo de solicitação de instalação do conselho fiscal (87%). Por outro lado, entre as empresas que possuem conselho fiscal permanente, é mais frequente a presença de acionista controlador (54.9%).

Tabela 9 – Diferença de média das variáveis qualitativas

	Tabela 3 – Diferença de média das variáveis quantitativas					
	Médias				Diferença	Estatística Z
	1		0			
	Contagem	Média	Contagem	Média		
PAINEL (CFTN)						
NR	187	0.925	154	0.903	-0.023	-0.7424 (0.4578)
AA	187	0.139	154	0.052	-0.087	-2.6713*** (0.0076)
AN	187	0.433	154	0.552	0.119	2.1841** (0.0290)
CI	187	0.594	154	0.669	0.075	1.4304 (0.1526)
TC	187	0.872	154	0.916	0.044	1.2979 (0.1943)
II	187	0.535	154	0.474	-0.061	0.474026 (0.2643)

	Médias					
	1		0		Diferença	Estatística Z
	Contagem	Média	Contagem	Média		
AC	187	0.428	154	0.409	-0.019	-0.3486 (0.7274)
PAINEL (CFPN)						
NR	155	0.923	154	0.903	-0.02	-0.6220 (0.5340)
AA	155	0.052	154	0.109	-0.058	-1.8607* (0.0628)
AN	155	0.323	154	0.552	0.229	4.0644*** (0.0000)
CI	155	0.458	154	0.669	0.211	3.7348*** (0.0002)
TC	155	0.761	154	0.916	0.154	3.6823*** (0.0002)
II	155	0.561	154	0.474	-0.087	-1.5349 (0.1248)
AC	155	0.561	154	0.409	-0.152	-2.6765*** (0.0074)
PAINEL (CFTP)						
NR	187	0.925	151	0.920	-0.005	-0.1579 (-0.1579)
AA	187	0.139	151	0.099	-0.039	-1.1114 (0.2664)
AN	187	0.433	151	0.331	-0.102	-1.9141* (0.0556)
CI	187	0.594	151	0.470	-0.124	-2.2622** (0.0237)
TC	187	0.872	151	0.768	-0.103	-2.4909** (0.0127)
II	187	0.535	151	0.556	0.021	0.3952 (0.6927)
AC	187	0.428	151	0.549	0.121	2.2291** (0.0258)

Fonte: Autoria Própria

Notas: Análise de diferença de média entre as variáveis quantitativas. ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. . As variáveis são: NR (número de reuniões); AA (acordo de acionista); AN (analistas de mercado); CI (conselho independente); TC (tamanho do conselho); II (investidor institucional); AC (acionista controlador); CFTN (Foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFPN (conselho fiscal permanente e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFTP (foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e conselho fiscal permanente).

4.4 Resultados das Regressões

Os modelos econométricos de regressão linear, utilizados neste estudo, buscam verificar a relação existente entre as variáveis independentes e a variável dependente, que nesse caso são três. A tabela 12 apresenta os resultados dessas regressões. Como pode-se observar, foram feitos 6 modelos para verificar a relação do monitoramento e das variáveis de controle com a

solicitação de instalação do conselho fiscal ou a presença de conselho fiscal permanente.

O primeiro e segundo modelos têm como variável dependente CFTN, ou seja, avaliam o logaritmo da razão de chances a favor de haver a solicitação de instalação de conselho fiscal contra as chances de não haver conselho fiscal. No primeiro modelo a variável de interesse monitoramento é avaliada através do índice composto, ou seja, o total que foi calculado no índice explicado anteriormente. No segundo modelo a variável monitoramento é analisada pelos componentes do índice de monitoramento, item por item.

O terceiro e quarto modelos analisam as chances a favor de haver conselho fiscal permanente contra as chances de não haver conselho fiscal ou solicitação de instalação do mesmo. A variável dependente é a *dummy* CFPN. Assim como descrito no parágrafo anterior, o terceiro modelo trabalha com o índice de monitoramento fechado e o quarto com os componentes do índice de monitoramento.

Já o quinto e sexto modelos, reproduzem as abordagens descritas nos dois parágrafos anteriores, tendo como variável dependente a *dummy* CFTP. Ou seja, são analisadas as chances de solicitação de instalação de conselho fiscal contra as chances de haver conselho fiscal permanente.

Como é possível analisar no primeiro modelo, o resultado se mostrou diferente do que era esperado, o índice de monitoramento não apresentou significância em relação a solicitação de instalação do conselho fiscal. Porém, no segundo modelo, quando se analisa os componentes do índice de monitoramento, o acordo de acionistas se mostrou significativo a 5% e os analistas de mercado também, mas a 1%. Com isso é possível dizer que o índice composto não explica de forma adequada a razão de chances a favor da solicitação de instalação de conselho fiscal, porém a análise de seus componentes sugere algumas influências. A presença de acordo de acionistas impacta positivamente o logaritmo da razão de chances a favor da solicitação de instalação do conselho fiscal. Já o fato de ser coberto por pelo menos três analistas de mercado impacta negativamente as chances dessa manifestação de ativismo. O que corrobora com que STRICKLAND; WILES e ZENNER (1996)

encontraram em seu estudo, que empresas que possuem mais acordos de acionistas, tendem a ser mais alvo de ativismo.

No primeiro e segundo modelo é também possível verificar que a variável endividamento e Market-to-book se mostraram significativas, a primeira impacta positivamente e a segunda negativamente no logaritmo da razão de chances a favor da solicitação de instalação do conselho fiscal. O sinal positivo para o endividamento é contrário ao sugerido por Poulsen *et al* (2010) que menciona o endividamento como mecanismo de monitoramento substituto ao ativismo. O sinal positivo aqui encontrado pode estar relacionado à maior preocupação dos acionistas com o risco de insolvência da empresa. Já o sinal negativo do Market-to-book está em linha com os achados de Smith (1996) que menciona uma relação negativa entre essa variável e a chance da empresa ser alvo de ativismo.

Já no terceiro modelo a variável do índice de monitoramento se mostrou negativamente significativa. Ou seja, quanto maior o monitoramento menor a chance de haver conselho fiscal permanente, coerente com a função de monitoramento exercida por este órgão. Quando se analisa os componentes do índice de monitoramento, as variáveis analistas de mercado, conselho independente, tamanho do conselho e acionista controlador se mostraram negativamente significativas. Pode-se dizer que tanto o índice de monitoramento como seus componentes que são significativos, impactam negativamente o logaritmo da razão de chance em relação ao conselho fiscal permanente. A análise dos componentes do índice permite observar que elementos do índice são mais relevantes como substitutos ao monitoramento exercido por um conselho fiscal permanente.

Os resultados encontrados para a variáveis analistas de mercado (AN) nos modelos 2 e 4, foram como o esperado, que quanto mais analistas acompanhando a empresa, mais monitorada e menor a necessidade de se ter um conselho fiscal, seja ele temporário ou permanente (CHANG; DASGUPTA; HILARY, 2006).

Em relação às variáveis conselho independente e acionista controlador, os resultados também foram como o esperado, mostrando que a presença de um acionista controlador e uma proporção de conselheiros independentes

elevada, sinaliza um maior monitoramento e, portanto, menor a possibilidade da mesma ter um conselho fiscal permanente.

Em relação às variáveis de controle, tanto o terceiro modelo como o quarto, apresentaram tamanho e Market-to-book com sinais positivos e significativos. A variável tamanho já havia apresentado diferença significativa na análise univariada. Além dessas duas variáveis o desvio de direitos é positivo e significativo no terceiro modelo.

De forma geral, o resultado dessas variáveis é coerente com o entendimento do conselho fiscal permanente como um órgão de monitoramento relevante, sendo maiores as chances de sua implementação em empresas maiores (mais difíceis de monitorar), com maior desvio de direitos (maior a chance de expropriação) e com maior market to book (onde as oportunidades de crescimento merecem maior acompanhamento).

No quinto modelo a variável monitoramento não se mostrou significativa e no sexto modelo, apenas seu componente tamanho do conselho e analistas de mercado se mostrou positivamente significativo, ambos resultados a 10%, o que mostra pouca significância para tais resultados. Em relação às variáveis de controle, tanto o tamanho da empresa, o desvio de direito e o market-to-book se mostraram negativamente significativas no quinto e sexto modelo.

Pode-se perceber que os resultados do quinto e sexto modelo, corroboram com o que foi encontrado nos modelos 3 e 4. Na comparação entre conselhos fiscais temporários ou permanentes, a maior dificuldade de monitoramento (tamanho), o maior risco de expropriação (desvio de direitos) e maiores oportunidades de crescimento (Market-to-book) aumentam as chances de se observar um mecanismo como o conselho fiscal na sua forma permanente. CARVALHAL DA SILVA e LEAL (2005) argumentam que um conselho fiscal permanente é mais eficiente em monitorar a gestão da empresa, do que o conselho fiscal temporário.

É importante ressaltar que todos os modelos se mostraram significativos, o primeiro ao nível de 5% e os outros a um nível de 1%. O que fortalece os resultados encontrados.

Tabela 10 – Resultados das regressões

Variaveis	Modelo (1) (CFTN)	Modelo(2) (CFTN)	Modelo (3) (CFPN)	Modelo (4) (CFPN)	Modelo (5) (CFTP)	Modelo (6) (CFTP)
MONIT	-0.1223 (0.258)		-0.6474*** (0.000)		0.1243 (0.305)	
TAM	0.0377 (0.637)	0.0208 (0.810)	0.6470*** (0.000)	0.7222*** (0.000)	-0.514*** (0.000)	-0.518*** (0.000)
DESEMP	-0.0132 (0.134)	-0.0131 (0.143)	-0.0107 (0.254)	-0.0084 (0.393)	-0.0068 (0.472)	-0.007 (0.456)
DESVDIR	0.0541 (0.892)	-0.0557 (0.896)	0.8571** (0.038)	0.5366 (0.234)	-0.985*** (0.008)	-0.967** (0.017)
ENDIV	2.14** (0.017)	2.809*** (0.004)	0.6356 (0.524)	1.179 (0.3000)	1.544 (0.108)	1.468 (0.151)
PAYOUT	0.0033 (0.513)	0.066 (0.226)	0.0016 (0.778)	0.005 (0.412)	-0.002 (0.713)	-0.003 (0.541)
MTB	-0.2147** (0.025)	-0.169** (0.086)	0.2987*** (0.005)	0.3297*** (0.004)	-0.4595*** (0.005)	-0.502*** (0.000)
NR		0.357 (0.452)		0.122 (0.835)		0.289 (0.592)
AA		0.9206* (0.089)		0.812 (0.190)		-0.4677 (0.298)
AN		-0.8427*** (0.010)		-1.875*** (0.000)		0.658* (0.074)
CI		-0.0180 (0.952)		-0.6470* (0.072)		-0.1267 (0.701)
TC		-0.7253 (0.117)		-1.781*** (0.001)		0.669* (0.087)
II		0.2607 (0.377)		0.042 (0.904)		-0.3236 (0.333)
AC		-0.2199 (0.446)		-1.114*** (0.008)		0.1507 (0.650)
Constante	-0.2433 (0.727)	0.2247 (0.785)	-0.4790 (0.542)	-0.007 (0.993)	2.158*** (0.05)	1.90** (0.028)
Observações	277	277	252	252	269	269
Prob > chi2	0.0142**	0.0041***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
Pseudo R2	0.0458	0.0795	0.1773	0.2605	0.1743	0.1934

Fonte: Autoria Própria

Notas: ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente. As variáveis são: MONIT (monitoramento); TAM (tamanho); DESEMP(desempenho); DESVDIR (desvio de direito); ENDIV (endividamento); Payout (payout); MTB (Market-to-book); NR (número de reuniões); AA (acordo de acionista); AN (analistas de mercado); CI (conselho independente); TC (tamanho do conselho); II (investidor institucional); AC (acionista controlador); CFTN (Foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFPN (conselho fiscal permanente e não foi solicitado a instalação do conselho fiscal); CFTP (foi solicitado a instalação do conselho fiscal temporário e conselho fiscal permanente).

5. CONCLUSÃO

O conselho fiscal é um órgão de monitoramento, que nos seus moldes, só é encontrado no mercado brasileiro. O mesmo é um mecanismo interno de governança corporativa. É responsável pela fiscalização e tem como uma de suas funções, emitir opinião em relação aos demonstrativos financeiros.

Dessa forma, o conselho fiscal é um órgão importante para o monitoramento da gestão nas empresas. A legislação brasileira permite seu funcionamento de forma permanente ou temporária, quando solicitado por acionistas. Essa solicitação é uma forma do acionista minoritário buscar de alguma forma influenciar a gestão da empresa, sem alterar seu controle, ou seja, o pedido de instalação de conselho fiscal por acionistas minoritários é uma manifestação de ativismo.

O objetivo desta pesquisa foi verificar a relação dos mecanismos de monitoramento existentes nas empresas e a solicitação de instalação do conselho fiscal.

A partir da amostra inicial composta por 195 empresas foi necessária a exclusão de 72 empresas por diversos motivos, sendo eles: algumas atas não possuíam informações sobre o conselho fiscal; algumas empresas fecharam capital ou faliram durante os anos pesquisados; outras empresas não possuíam dados completos sobre as variáveis de controle ou as variáveis de monitoramento que compõe o índice de monitoramento.

Para análise da solicitação de instalação do conselho fiscal foram observadas as atas de reuniões ordinárias, dos anos 2010, 2012, 2014 e 2016. Também foram identificadas as empresas que possuíam conselho fiscal permanente e as que não foram alvo de solicitação ou não tinham conselho fiscal.

O índice de monitoramento foi construído com sete questões que abrangem tanto o monitoramento interno à empresa (características do conselho de administração, acordo de acionistas, presença de acionista controlador) como o externo (investidor institucional entre os acionistas relevantes e cobertura por analistas de mercado). As questões observadas foram selecionadas com base

nos estudos de BORTOLON; DA SILVA JUNIOR (2015) e do IBGC (2014) que traziam as dimensões que compunham índice de governança corporativa.

A hipótese do estudo considerava que empresas com maiores mecanismos de monitoramento possuiriam menor chance de ser alvo de solicitação de instalação do conselho fiscal.

A abordagem metodológica envolveu análise descritiva, testes de comparações de médias e proporções e a regressão LOGIT, que permite que fenômenos e indivíduos sejam classificados em categorias específicas, a fim de estimar a probabilidade de um evento, no caso, a solicitação de instalação de conselho fiscal, ocorrer.

A comparação das características dos três grupos de empresas: com solicitação de instalação do conselho fiscal, com conselho fiscal permanente e sem conselho fiscal, mostrou diferenças significativas. As empresas com conselho fiscal permanente são maiores, têm maior desvio de direitos e menor desempenho que as que não tem conselho fiscal. Já as que são alvo de solicitação de instalação desse órgão são mais endividadas e têm pior desempenho. As comparações dos indicadores de monitoramento sugerem que entre as empresas que são alvo de solicitação de instalação a cobertura por pelo menos três analistas de mercado é menos frequente e o acordo de acionistas mais frequente. Ou seja, onde outros mecanismos de monitoramento são menos frequentes há mais chance de se observar a solicitação de instalação de conselho fiscal. Na análise das empresas que têm conselho fiscal permanente, soma-se a essas evidências indicadores menores para o índice de monitoramento, conselho independente, tamanho adequado do conselho e maior frequência de acionista controlador. De forma geral, pode-se dizer que as diferenças são mais significativas entre empresas que têm conselho fiscal permanente e as que não tem, do que entre estas últimas e as que são alvo de solicitação de instalação de conselho fiscal.

A hipótese central do trabalho, de que em empresas com maior monitoramento há menor chance de solicitação de instalação do conselho fiscal, não pode ser comprovada através do índice de monitoramento construído. Entretanto, os modelos logit com os componentes do índice abertos, permitem observar que algumas características de monitoramento são relevantes. Por

exemplo, empresas com maior cobertura por analistas de mercado têm menor chance de sofrer esse tipo de ativismo. Os sinais positivos encontrados para acordo de acionistas e endividamento e negativo para Market-to-book sinalizam que os acionistas entendem essas variáveis como sinalizadores da necessidade de um maior monitoramento, aumentando as chances a favor da solicitação de instalação do conselho fiscal.

As chances de se observar o conselho fiscal permanente mostrou resultados mais significativos na análise através dos modelos logit. O índice de monitoramento apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo, sugerindo que quanto maior o monitoramento menor a chance de haver conselho fiscal permanente, conforme esperado. O tamanho e o Market-to-book também favorecem a existência desse órgão, o que está alinhado com a maior necessidade de monitoramento em empresas maiores e com maiores oportunidades de crescimento. Os componentes do índice também apresentaram resultados mais significativos do que na análise das solicitações de instalação do conselho fiscal. A presença de acionista controlador, tamanho do conselho adequado e com mais de 20% de independentes e a cobertura por pelo menos 3 analistas de mercado, todos têm relação negativa com as chances de haver conselho fiscal permanente. Resultados em linha com a hipótese de maior monitoramento menor chance de haver conselho fiscal (aqui na sua forma permanente).

Não foi possível confirmar a hipótese do trabalho, porém os resultados em relação aos componentes do índice, sugerem alguma influência destes na razão de chances a favor do conselho fiscal temporário. Então, pode-se dizer que os resultados apresentados atingem o objetivo do trabalho ao investigar a relação da solicitação de instalação do conselho fiscal com o monitoramento e o ativismo.

5.4 Limitações do trabalho e sugestões para pesquisas futuras

Na construção dos índices de monitoramento, nem todos os mecanismos possíveis para o índice puderam ser considerados, devido a isso, pode ocorrer

distorções para os resultados se mecanismos não considerados forem mais relevantes para a análise da solicitação de instalação do conselho fiscal. Com isso estudos futuros podem verificar utilizando um índice com componentes mais abrangentes, por exemplo com mais informações acerca da qualidade da informação, a fim de avaliar com maior precisão a relação destes mecanismos com o ativismo através da solicitação de instalação do conselho fiscal.

Além disso, é importante avaliar em pesquisas futuras, outras formas de ativismo em relação ao conselho fiscal, por exemplo, iniciativas dos minoritários para eleger membros dos conselhos fiscais. Por fim, para complementar e expandir a abordagem do trabalho, podem ser utilizadas também outras variáveis para controlar a amostra, como uma *proxie* para qualidade da informação, variáveis binárias para setor e níveis de governança corporativa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. **Ownership and control in brazilian limited liability companies**. Revista de Economia Política v. 25, n. 2, p. 115–137 , abr. 2005.

ALMEIDA, José Elias Feres de. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade São Paulo, 2010. São Paulo, Brasil.

ANDERSON, Ronald C.; MANSI, Sattar A.; REEB, David M. **Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt**. Journal of Accounting and Economics v. 37, n. 3, p. 315–342 , set. 2004.

ANDRADE, Lélis Pedro De *et al.* **Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras**, 2009. Disponível em: <<http://repositorio.ufla.br/jspui/handle/1/189>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

ARRUDA, Giovana Silva De; MADRUGA, Sergio Rossi; JUNIOR, Ney Izaguirry de Freitas. **A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria**. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273420272005>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

BAIOCO, Vitor Gomes. **Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil**, 2015. Disponível em: <<http://repositorio.ufes.br/jspui/handle/10/1498>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BERNARDES, Patrícia ; BRANDÃO, Mônica Mansur. **Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras**. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 29., 2005, Brasília, DF. Anais... Brasília, DF: Anpad, 2005.

BIANCHI, Márcia; NASCIMENTO, Auster Moreira. **A Controladoria como um Mecanismo Interno de Governança Corporativa e de Redução dos Conflitos de Interesse entre Principal e Agente**. Anais do Congresso Brasileiro de Custos - ABC v. 0, n. 0, 2005. Disponível em: <<https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/2052>>. Acesso em: 26 abr. 2017.

BORTOLON, P. M.; DA SILVA JÚNIOR, A. **Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA**. Revista Contabilidade & Finanças - USP, v. 26, n. 68, p. 140-153, 2015.

BORTOLON, Patricia Maria; SARLO NETO, Alfredo; SANTOS, Thaís Barreto. **Custos de auditoria e governança corporativa**. Revista Contabilidade & Finanças v. 24, n. 61, p. 27–36, abr. 2013.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1970-1979/lei-6.404-15-dezembro-1976-368447-publicacaooriginal-1-pl.html>>. Acesso em 19 abr. 2017

BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMAS, R. **Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance**. The Journal of Finance, v. 63, n. 4, 2008.

BRUGNI, Talles Vianna. **Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil**. text – Universidade de São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24112016-154235/>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

BYRD, John W.; HICKMAN, Kent A. **Do outside directors monitor managers?** Journal of Financial Economics v. 32, n. 2, p. 195–221, 1 out. 1992.

CARVALHAL, A. **Do shareholder agreements affect market valuation?** Journal of Corporate Finance, v. 18, n. 4, p. 919–933, set. 2012.

CARVALHAL DA SILVA, A.L., HALLAK, R.T.P. **Determinantes das Despesas com Serviços de Auditoria e Consultoria Prestados pelo Auditor Independente no Brasil**. R. Cont. Fin. – USP, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 223-231, set./out./nov./dez. 2012.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. Revista Brasileira de Finanças, v. 3, No 1, p.1–18, 2005.

CHANG, Xin; DASGUPTA, Sudipto; HILARY, Gilles. **Analyst Coverage and Financing Decisions**. The Journal of Finance v. 61, n. 6, p. 3009–3048 , 1 dez. 2006.

CLAESSENS, Stijn *et al.* **Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings**. The Journal of Finance v. 57, n. 6, p. 2741–2771 , 2002.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. **The separation of ownership and control in East Asian Corporations**. Journal of Financial Economics v. 58, n. 1–2, p. 81–112 , 2000.

Código das Melhores Práticas - IBGC | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

CORRAR, L. J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, J. M.; (Coordenadores). **Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2009.

CZIRAKI, Peter; RENNEBOOG, Luc; SZILAGYI, Peter G. **Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective**. European Financial Management v. 16, n. 5, p. 738–777 , 1 nov. 2010.

DAS, Somnath; GUO, Re-Jin; ZHANG, Huai. **Analysts' Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms**. The Journal of Finance v. 61, n. 3, p. 1159–1185 , 1 jun. 2006.

DENIS, Diane K.; MCCONNELL, John J. **International Corporate Governance**. Journal of Financial and Quantitative Analysis v. 38, n. 1, p. 1–36 , 2003.

ELST. Van Der; CHRISTOPH. **Revisiting Shareholder Activism at AGMs: Voting Determinants of Large and Small Shareholders**. SSRN Scholarly Paper, no ID 1886865. Rochester, NY: Social Science Research Network, 16 jul. 2011. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1886865>>. Acesso em: 26 abr. 2017.

ESCUDE, Sergio Antonio Loureiro. **Governança corporativa e o conselho fiscal como instrumento de geração de valor ao acionista**. 2006. Dissertação (Mestrado em Gestão de Negócios). Universidade Católica dos Santos, Santos, 2006.

FURTADO, Tania Regina da Silva. **Responsabilidade social e ética em organizações de saúde**. Editora FGV, 2015. 116 p..

GELMAN, Marina; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach De; SEIDLER, Valentin. **Efeitos da Vinculação de Conselheiros ao Acordo De Acionistas No Valor Da Firma**. Revista de Administração de Empresas v. 55, n. 3, p. 345–358 , jun. 2015.

GILLAN. Stuart; STARKS. Laura T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States**. SSRN Scholarly Paper, no ID 959670. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2007. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=959670>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

GORGA. Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries**. SSRN Scholarly Paper, no ID 1689103. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2009. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1689103>>. Acesso em: 26 jul. 2017.

Governança corporativa no Brasil e no mundo : teoria e prática - Biblioteca - IBGC | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2016. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/biblioteca/3745/Governanca-corporativa-no-Brasil-e-no-mundo-teoria-e-pratica>>. Acesso em: 26 abr. 2017.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011. 924 p.

HAIR JR., J.F.; WILLIAM, B.; BABIN, B.; ANDERSON, R.E. **Análise multivariada de dados**. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria Avançada de Contabilidade**, 1ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2004 300 p.

JENSEN, Michael C. **The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems**. The Journal of Finance v. 48, n. 3, p. 831–880 , 1 jul. 1993.

JENSEN. Michael C.; MECKLING. William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. SSRN Scholarly Paper, no ID 94043. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 jul. 1976. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

JUDGE, William Q.; GAUR, Ajai; MULLER-KAHLE, Maureen I. **Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study**. Corporate Governance: An International Review v. 18, n. 4, p. 258–273 , 1 jul. 2010.

KLEIN, A. and E. Zur. **Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors**. Journal of Finance 64(1), 2009, 187–229.

LA PORTA, Rafael *et al.* **Investor protection and corporate governance.** Journal of Financial Economics v. 58, n. 1–2, p. 3–27 , 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalho Da; VALADARES, Silvia Mourthé. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto.** Revista de Administração Contemporânea v. 6, n. 1, p. 7–18 , abr. 2002.

LEDOUX, Marie Josée; CORMIER, Denis; HOULE, Sylvain. **Customer value disclosure and analyst forecasts: the influence of environmental dynamism.** Management Decision v. 52, n. 3, p. 460–481 , 13 maio 2014.

LIPTON, Martin; LORSCH, J. W. **A Modest Proposal for Improved Corporate Governance.** , 1 nov. 1992. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=4179>>. Acesso em: 19 jun. 2017.

LORENZI, Antonio Guilherme de Arruda. **Relações entre valores organizacionais, desempenho econômico-financeiro e governança corporativa em organizações de capital aberto com sede no Paraná.** Tese (doutorado) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

MARQUES, T.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. **A Concentração Acionária no Brasil: Análise dos Impactos no Desempenho,** Valor e Risco das Empresas. Revista de Administração Mackenzie, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015.

Mietzner, M., Schweizer, D. **Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists— Differences in value creation.** Journal of Economics and Finance. Forthcoming, 2014.

MISHKIN, Frederic, S. **Inflation Targeting in Emerging-Market Countries.** American Economic Review, 2000.

NASSIFF, Elaina; SOUZA, Crisomar Lobo De. **CONFLITOS DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA.** Caderno de Administração. Revista da Faculdade de Administração da FEA. ISSN 1414-7394 v. 7, n. 1 , 17 maio 2016. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/caadm/article/view/9496>>. Acesso em: 26 abr. 2017.

NORDEN. Lars L.; STRAND. Therese. **Shareholder Activism among Portfolio Managers: Rational Decisions or 15 Minutes of Fame?** SSRN Scholarly Paper, no ID 991542. Rochester, NY: Social Science Research Network, 18 maio 2008. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=991542>>. Acesso em: 8 jun. 2017.

O'SULLIVAN, Mary. **Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany**. Oxford: Oxford University Press, 2001. 352 p.

POULSEN, Thomas; STRAND, Therese; THOMSEN, Steen. **Voting Power and Shareholder Activism: A Study of Swedish Shareholder Meetings**. *Corporate Governance: An International Review* v. 18, n. 4, p. 329–343, 1 jul. 2010.

PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D.L. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1999.

PUNSUVO, Fábio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa**. *Revista Contabilidade & Finanças* v. 18, n. 45, p. 63–72, 1 dez. 2007.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antônio Lopo. **Governança corporativa**. *Revista Contemporânea de Contabilidade* v. 3, n. 6, p. 143–164, 31 mar. 2008.

SCHAEFER, Henry; HERTRICH, Christian. **Shareholder Activism in Germany: An Empirical Study**. SSRN Scholarly Paper, no ID 2343045. Rochester, NY: Social Science Research Network, 21 out. 2013. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2343045>>. Acesso em: 26 abr. 2017.

SILVA, André Luiz Carvalhal Da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil**. *Brazilian Review of Finance* v. 3, n. 1, p. 1–18, 1 jan. 2005a.

SILVA, José de Anchieta da. **Conselho fiscal nas sociedades anônimas brasileiras**. Belo Horizonte: Del Rey, 2000.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli Da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. text – Universidade de São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli Da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. text – Universidade de São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

SIQUEIRA, Luciana Cardoso. **Conselho fiscal e auditoria em cooperativas agropecuárias: uma análise sobre a adoção de práticas de monitoramento**

DOI: 10.11606/D.96.2011.tde-17012012-155042. text – Universidade de São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-17012012-155042/>>. Acesso em: 27 jul. 2017.

SMITH, Michael P. **Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS**. The Journal of Finance v. 51, n. 1, p. 227–252, 1996.

STERNBERG, Lior; LEAL, Ricardo P. C.; BORTOLON, Patricia M. **Affinities and agreements among major Brazilian shareholders**. International Journal of Disclosure and Governance v. 8, n. 3, p. 213–228, 1 ago. 2011.

STRICKLAND, Deon; WILES, Kenneth W.; ZENNER, Marc. **A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective?** Journal of Financial Economics v. 40, n. 2, p. 319–338, 1996.

TAN. Aik Win; KEEPER. Trish. **Institutional Investors and Corporate Governance: A New Zealand Perspective**. SSRN Scholarly Paper, no ID 1864274. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 out. 2008. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1864274>>. Acesso em: 22 jun. 2017.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast De. **Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis**. Revista Contabilidade & Finanças v. 17, n. 42, p. 35–49, 1 dez. 2006.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio; ESCUDER, Sérgio Antonio Loureiro; YOSHITAKE, Mariano. **O Conselho Fiscal e a Governança Corporativa: Transparência e Gestão de Conflitos**. Revista Contemporânea de Contabilidade v. 8, n. 16, p. 175–202, 24 nov. 2011.

TRAPP, Adriana Cristina Garcia. **Estudo da avaliação e gerenciamento do risco operacional de instituições financeiras no Brasil: análise de caso de uma instituição financeira de grande porte**. text – Universidade de São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27042009-141758/>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

VAFEAS, Nikos. **Board meeting frequency and firm performance**. Journal of Financial Economics v. 53, n. 1, p. 113–142, jul. 1999.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Ownership And Control Structure Of Brazilian Companies**. Abante v. 3, n. 1, p. 29–56, 2000.

VARGAS, L. H. F. **ATIVISMO de Acionistas no Mercado Acionário Brasileiro: Evidências e Determinantes em Empresas Listadas na Bm&fbovespa.**, 20 set.

2013. Disponível em: <<http://repositorio.ufes.br/jspui/handle/10/2759>>. Acesso em: 31 mar. 2017.

VILLALONGA. Belen; AMIT. Raphael ('Raffi. **How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?** SSRN Scholarly Paper, no ID 1503822. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2006. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=1503822>>. Acesso em: 19 abr. 2017.